

## **П Р И Л О Ж Е Н И Е № 9 – 2011 г.**

*А. Глушецкий*

### **Экономическая и правовая природа размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)**

*Глава I. Экономическое содержание способов размещения эмиссионных ценных бумаг*

● Инвестиционные, неинвестиционные и квазиинвестиционные способы размещения акций

● Экономическая природа неинвестиционных способов размещения

*Глава II. Инвестиционные способы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)*

● Понятие «подписка» — история вопроса и современное понимание

● Закрытая подписка

● Неинвестиционная составляющая закрытой подписки

● Открытая подписка

● Особенности формирования существенных условий размещения ценных бумаг (акций) по подписке

● Закрытая подписка как способ перераспределения корпоративных прав

● Проблема защиты интересов «старых» инвесторов при привлечении дополнительных инвестиций

**• Распределение акций среди учредителей акционерного общества**

**• Опцион эмитента и размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по нему**

*Глава III. Неинвестиционные способы размещения акций — основа формирования уставного капитала акционерных обществ, созданных в процессе реорганизации*

**• Экономическая природа размещения акций при реорганизации в формах присоединения и слияния**

**• Экономическая природа способов размещения акций при реорганизации в форме выделения**

**• Функциональное назначение способов размещения акций при реорганизации в форме выделения**

**• Специальный механизм защиты интересов акционеров, не поддержавших решение о реорганизации в формах выделения и разделения**

**• Технические проблемы, связанные с размещением акций при реорганизации в форме выделения**

---

## **Экономическая и правовая природа размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)**

### **Глава I. Экономическое содержание способов размещения эмиссионных ценных бумаг**

Способ размещения — это совокупность правил, регулирующих порядок заключения и исполнения сделок по размещению ценных бумаг. В данном случае применяется исключение из общего правила, допускаемое ГК РФ, и ограничивается принцип свободы договора. Эмитент и приобретатель ценных бумаг не свободны в выборе сделок, посредством которых они могут размещать эмиссионные ценные бумаги, их перечень определен законодательством [Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО), Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг), Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные приказом Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 25 января 2007 года № 07-4/пз-н (далее — Стандарты), Инструкция Банка России от 10 марта 2006 года № 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» (далее — Инструкция № 128-И)].

Способы размещения эмиссионных ценных (акций) могут быть классифицированы по различным критериям. основополагающим является характер их влияния на экономическую структуру эмитента. Процессы, происходящие в экономической структуре хозяйственного общества под влиянием различных способов размещения эмиссионных ценных бумаг, составляют их объективное экономическое содержание, которое определяет все остальные их характеристики.

#### **Инвестиционные, неинвестиционные и квазиинвестиционные способы размещения акций**

По экономическому содержанию способы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций) можно объединить в три группы.

Первая включает **инвестиционные** способы:

- распределение акций среди учредителей общества (приобретение акций единственным учредителем);

- подписка закрытая;
- подписка открытая;
- размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опционам эмитента<sup>1</sup>.

Вторая объединяет **неинвестиционные** способы:

- распределение дополнительных акций среди акционеров общества за счет его собственных средств;
- все виды конвертации акций, в том числе при реорганизации общества;
- распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизованного общества;
- приобретение акций выделенного общества самим реорганизованным обществом.

Третья охватывает **квазиинвестиционные** способы:

- конвертация в дополнительные акции конвертируемых облигаций;
- зачет денежного требования к эмитенту в счет размещения дополнительных акций.

Обратимся к экономической структуре любого юридического лица, которая в обобщенном виде выражается основным балансовым уравнением:

$$\text{АКТИВЫ} = \text{СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА} + \text{ОБЯЗАТЕЛЬСТВА}$$

Инвестиционные способы предполагают возмездное размещение акций нового и/или дополнительного выпуска. Приобретатель ценных бумаг обязан передать за них эмитенту встречное предоставление (деньги, ценные бумаги, другое имущество, имущественные права). Происходит масштабное изменение экономической структуры эмитента, что находит отражение в увеличении показателей основного балансового уравнения. Размещение акций (▲) нового (дополнительного) выпуска сопровождается приростом активов эмитента, а в правой части уравнения увеличиваются собственные средства: уставный капитал и эмиссионный доход.

$$\text{АКТИВЫ} + \text{▲} = [\text{СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА} + \text{▲}] + \text{ОБЯЗАТЕЛЬСТВА}$$

По своей правовой природе это двусторонние и/или многосторонние возмездные сделки — договоры, в результате которых происходит как увеличение общего количества размещенных акций, так и прирост активов общества.

Только при инвестиционных способах размещения существует непосредственная связь между формированием уставного капитала (размещением акций) и приростом активов (имущества) общества. Инвестиционное размещение акций происходит при формировании уставного капитала общества, создаваемого путем учреждения, и при увеличении уставного капитала посредством возмездного размещения дополнительных акций общества.

Инвестиционные способы размещения акций направлены на приобретение статуса участника корпорации (приобретение акций — одно из оснований возникновения

у лица статуса акционера) или увеличение объема ин-вестиционных корпоративных прав у действующих участников. За дополнительно приобретаемые права передается соответствующая плата. Для приобретения акций при инвестиционных способах их размещения не имеет значения, обладает ли сторона по договору статусом акционера. В данном случае это просто покупатель.

Неинвестиционные способы размещения не предполагают обязанности приобретателя акций нового или дополнительного выпуска передать за них эмитенту встречное предоставление. Эти способы размещения не меняют размера и состава активов эмитента. Они безразличны по отношению как к стоимости имущества общества, так и к его натуральному наполнению.

При неинвестиционном размещении акций изменения в экономической структуре общества проявляются только в структурных сдвигах в составе собственного капитала. Изменение размера уставного капитала действующего общества происходит за счет трансформации одних составляющих собственных средств (прибыли и/или добавочного капитала) в другую их составляющую — уставный капитал. Основное балансовое уравнение не меняется, происходит изменение лишь структуры собственных средств.

Эти способы размещения не влияют на реальное экономическое положение эмитента.

Некоторые из них направлены на изменение объема имеющихся у акционеров корпоративных прав, а в ряде случаев — и содержания данных прав. Это конвертация привилегированных акций в акции другой категории или типа акций, конвертация акций при реорганизации акционерного общества.

Часть рассматриваемых способов размещения носит исключительно технический характер и не меняет ни содержания прав, удостоверяемых акцией, ни относительного соотношения акций, принадлежащих акционерам. Это распределение дополнительных акций среди акционеров за счет собственных средств общества, конвертация акций с целью манипулирования их номинальной стоимостью, дробление и консолидация акций.

Неинвестиционные способы размещения акций адресованы исключительно лицам, которые уже имеют статус акционеров. Чтобы получить акции нового или дополнительного выпусков, размещаемых указанными способами, необходимо быть акционером эмитента, а при реорганизации акционерного общества — акционером правопреемника эмитента.

В правовом аспекте это односторонние сделки без договора.

Экономическая природа квазиинвестиционных способов размещения эмиссионных ценных бумаг дуалистична — в них сочетаются инвестиционные и неинвестиционные начала.

Общим признаком, позволяющим выделить эту группу, является то, что входящие в нее способы основываются на трансформации заемного капитала в собственный капитал. Происходят изменения в правой части основного балансового уравне-

---

<sup>1</sup> Этот способ размещения в силу ряда субъективных причин некорректно назван «конвертацией опционов».

ния — обязательства превращаются в собственный капитал. Уменьшаются кредитные обязательства, а в составе собственного капитала увеличивается уставный капитал. Долговые обязательства превращаются в долевое финансирование.

$$\text{АКТИВЫ} = [\text{СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА} + \triangle] + [\text{ОБЯЗАТЕЛЬСТВА} - \triangle]$$

Однако обязательное условие перевода долговых обязательств в долевое финансирование состоит в предварительном привлечении активов на заемной основе.

С неинвестиционными способами размещения их роднит то, что размещение дополнительных акций непосредственно не увеличивает активы эмитента.

Общим с инвестиционными способами размещения является то, что условием размещения дополнительных акций служит предварительное привлечение активов на долговой основе. Дополнительные акции размещаются только кредиторам общества по определенным обязательствам.

При этих способах размещения улучшается финансовое состояние эмитента, что выражается в увеличении его чистых активов.

Эти способы размещения, так же как и инвестиционные, направлены на получение статуса участника или увеличение объема инвестиционных корпоративных прав, но они адресованы только кредиторам общества по определенным обязательствам (статус кредитора заменяется статусом участника).

Квазиинвестиционный способ формирования уставного капитала — конвертация конвертируемых облигаций в дополнительные акции. Облигации, подлежащие конвертации, аннулируются, а их владельцам за счет увеличивающихся собственных средств размещаются дополнительные акции. Активы эмитента остаются неизменными. Прекращается денежное обязательство эмитента (кредиторская задолженность) перед третьими лицами и увеличивается его специфическое обязательство перед участниками общества — уставный капитал. Часть заемного капитала трансформируется в собственный капитал. При этом кредиторы приобретают статус участников хозяйственного общества.

Конвертация в дополнительные акции конвертируемых облигаций осуществляется на основании решения об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций (п. 7.2.4 Стандартов). Дополнительные взносы и иные платежи за ценные бумаги, размещаемые путем конвертации в них конвертируемых ценных бумаг, а также связанные с такой конвертацией, не допускаются (п. 7.2.3 Стандартов).

Поправки, внесенные в ГК РФ, в Закон об АО и Федеральный закон от 8 февраля 1996 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (далее — Закон об ООО), расширили перечень квазиинвестиционных приемов увеличения уставного капитала хозяйственных обществ. В случаях, предусмотренных законом, допускается размещение акционерным обществом дополнительных акций (долей в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью) путем зачета требований к обществу (ст. 2 Федерального закона от 27 декабря 2009 года № 352-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части пересмотра ограничений для хозяйственных обществ при форми-

ровании уставного капитала, пересмотра способов защиты прав кредиторов при уменьшении уставного капитала, изменения требований к хозяйственным обществам в случае несоответствия уставного капитала стоимости чистых активов, пересмотра ограничений, связанных с осуществлением хозяйственными обществами эмиссии облигаций», далее — Закон № 352-ФЗ). В частности, в акционерных обществах размещение дополнительных акций путем зачета денежных требований к обществу допускается при их размещении посредством закрытой подписки (п. 2 ст. 34 Закона об АО).

Размещение дополнительных акций путем зачета денежных требований к обществу по своей природе аналогично конвертации облигаций в дополнительные акции. Денежные обязательства общества перед его кредиторами прекращаются, а уставный капитал увеличивается. Заемный капитал трансформируется в собственный, а кредиторы по денежным обязательствам приобретают статус участников.

Следует отметить, что с правовой точки зрения зачет денежного требования к эмитенту в счет размещения дополнительных акций не выделяется в самостоятельный способ размещения, а представляет собой один из возможных вариантов закрытой подписки.

#### **Экономическая природа неинвестиционных способов размещения**

Экономическую природу неинвестиционных способов увеличения уставного капитала наиболее отчетливо можно рассмотреть на примере такого способа размещения акций, как распределение дополнительных акций среди акционеров общества за счет его собственных средств.

По решению уполномоченного органа (общего собрания акционеров или совета директоров) часть собственных средств общества (прибыль и/или добавочный капитал) трансформируется в уставный капитал. Эмитируются акции дополнительного выпуска, которые размещаются среди всех акционеров общества пропорционально акциям тех категорий (типов), которыми они владеют.

Уставный капитал увеличивается в реальном выражении в количестве акций, однако за дополнительно размещенные акции акционеры не вносят вклады в активы эмитента — они остаются неизменными. Это безвозмездные сделки, совершаемые исключительно по инициативе эмитента, договорные отношения в данном случае отсутствуют.



Некоторые специалисты, справедливо отмечая бездоговорный и безвозмездный характер данного способа размещения акций, приходят к неожиданному заключению о том, что «при этом способе размещения акций их оплата производится не акционерами, а самим акционерным обществом и только за счет его имущества...»<sup>2</sup>.

Что это за «экзотическая» сделка, когда эмитент «оплачивает» размещаемые им акции посредством передачи имущества, находящегося в его собственности, самому себе? В основе данной точки зрения лежит очевидная ошибка законодателя. Закон об АО содержит странную конструкцию, согласно которой «увеличение уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций может осуществляться

<sup>2</sup> Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. — М., 2006, с. 152.

за счет имущества общества. Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций осуществляется только за счет имущества общества» (п. 5 ст. 28). Трудно представить сделку, посредством которой имущество, находящееся в собственности эмитента, превращается в дополнительные акции, принадлежащие акционерам. хозяйственный оборот не знает таких операций, и гражданское право, естественно, не может регламентировать правила совершения не существующих в реальном обороте хозяйственных операций. Этот «законодательный ляп» вынуждены исправлять Стандарты, в которых термин «имущество» обоснованно заменен термином «собственные средства».

Размещение дополнительных акций акционерного общества путем распределения их среди акционеров этого акционерного общества осуществляется за счет следующего имущества (собственных средств):

- а) добавочного капитала акционерного общества;
- б) остатков фондов специального назначения акционерного общества по итогам предыдущего года, за исключением резервного фонда и фонда акционирования работников предприятия;
- в) нераспределенной прибыли акционерного общества прошлых лет (п. 4.3.2 Стандартов).

Нетрудно заметить, что в перечне возможных источников увеличения уставного капитала отсутствуют объекты гражданских прав, имеющие статус имущества. В нем указаны финансовые результаты, которые по своей природе не являются имуществом (активами) и отражаются в правой части балансового уравнения (пассивах) в составе собственных средств (собственного капитала).

В теории бухгалтерского учета «собственные средства (собственный капитал)» выражают ответственность общества перед его участниками и поэтому наряду с обязательствами перед третьими лицами отражаются в пассивной части основного балансового уравнения, которое в обобщенном виде выражает экономическую структуру любого юридического лица<sup>3</sup>:

$$\text{АКТИВЫ} = \text{СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА} + \text{ОБЯЗАТЕЛЬСТВА}$$

Собственные средства (собственный капитал) включают следующие элементы<sup>4</sup>:

$$\begin{aligned} \text{СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА} &= \text{УСТАВНЫЙ КАПИТАЛ} + \text{ПРИБЫЛЬ} + \\ &+ \text{ДОБАВОЧНЫЙ КАПИТАЛ} \end{aligned}$$

Норма п. 5 ст. 28 Закона об АО об увеличении уставного капитала за счет имущества общества после ее корректировки в Стандартах звучит принципиально по-иному. Оказывается, увеличение уставного капитала возможно только за счет собственных средств, то есть не объектов гражданских прав, а финансовых результатов, отражаемых в пассивах эмитента. Вот такая нормотворческая эквилибристика. Им-

<sup>3</sup> Кутлер М. И. Теория бухгалтерского учета. — М., 2003, с. 213.

<sup>4</sup> «В составе собственного капитала организации учитываются уставный (складочный), добавочный и резервный капитал, нераспределенная прибыль и прочие резервы» (п. 66 Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации, утвержденного приказом Министерства финансов РФ от 29 июля 1998 года № 34н).



перативная норма Закона об АО о том, что увеличение уставного капитала в ряде случаев допустимо только за счет объектов гражданских прав, являющихся по своей экономической и юридической природе имуществом эмитента и соответственно отражаемых в его активах, модифицирована в следующее положение: увеличение уставного капитала осуществляется посредством трансформации финансовых результатов, не являющихся объектами прав, а тем более имуществом, и отражаемых в пассивах.

Так что же происходит в реальности? Имущество, принадлежащее хозяйственному обществу на праве собственности или ином вещном праве, не превращается загадочным образом в акции, размещенные среди акционеров, а одни составляющие собственных средств общества трансформируются в его специфическое обязательство перед уже существующими участниками — уставный капитал. Структура собственного капитала видоизменяется, при этом остаются неизменными размер и состав имущества, за счет которого якобы увеличивается уставный капитал.

Можно с недоверием относиться к учетным системам (бухгалтерскому, финансовому, налоговому, управленческому учету), но нет других источников, дающих объективную информацию о хозяйственных операциях — объектах правового регулирования. По закону источником увеличения уставного капитала выступают объекты, являющиеся по своей природе имуществом эмитента (его активами), а учетные системы непреклонно фиксируют иное. Увеличение уставного капитала в этих случаях не затрагивает имущество общества (размер и структуру его активов), происходит изменение исключительно структуры пассивов. Очевидно, что необходима корректировка норм законов об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, где речь идет о неинвестиционных способах увеличения уставного капитала хозяйственных обществ, при которых его увеличение осуществляется не за счет имущества общества, а посредством изменения структуры его собственного капитала.

Законодательство связывает пределы увеличения уставного капитала за счет «имущества» общества с размером и составом не активов (имущества), а собственных средств общества. Сумма, на которую увеличивается уставный капитал акционерного общества за счет его имущества, не должна превышать разницу между стоимостью чистых активов этого акционерного общества и суммой его уставного капитала и резервного фонда общества (п. 5 ст. 28 Закона об АО).

Однородным по своей природе с рассмотренным неинвестиционным способом размещения ценных бумаг является увеличение уставного капитала за счет изменения условного реквизита акций — номинальной стоимости. В данном случае акции одного выпуска замещаются акциями другого, которые удостоверяют те же права, но имеют иной реквизит — номинальную стоимость. Это безвозмездные сделки по размещению акций нового выпуска, совершаемые исключительно по воле эмитента. Увеличение номинального размера уставного капитала не связано с какими-либо вкладами в имущество общества, а происходит исключительно за счет структурных изменений в составе собственных средств. Одни составляющие собственных средств (прибыли и/или добавочного капитала) трансформируются в другую их составляю-

щую — уставный капитал. Эти корпоративные действия не затрагивают ни размер, ни структуру имущества эмитента. Уставный капитал увеличивается, а имущество общества остается неизменным.

Неинвестиционные способы размещения акций не затрагивают активы эмитента, их состав и стоимость остаются прежними. Отсутствуют какие-либо «взносы в имущество общества». Неинвестиционные способы приемлемы в силу того, что уставный капитал — это не часть активов, а особое обязательство эмитента перед акционерами, поэтому и возможно формирование уставного капитала посредством превращения одних обязательств эмитента в другое его специфическое обязательство<sup>5</sup>.

## **Глава II. Инвестиционные способы размещения эмиссионных ценных бумаг (акций)**

Наиболее востребованными инвестиционными способами размещения эмиссионных ценных бумаг являются закрытая и открытая подписка.

По экономической природе это инвестиционные способы размещения ценных бумаг, поскольку предусматривают передачу эмитенту встречного предоставления приобретателем за размещаемые ему ценные бумаги. Осуществляется возмездное размещение дополнительных акций. Происходит прирост активов эмитента и его собственного капитала (уставного капитала и эмиссионного дохода). В экономическом аспекте это однородные способы размещения акций, их различия лежат в сферах функционального назначения и особенностях порядка заключения и исполнения возмездных сделок по размещению дополнительных акций.

По функциональному назначению данные способы размещения предназначены увеличивать реальный размер уставного капитала действующего общества. Это способы размещения дополнительных акций по отношению к ранее размещенным. Закрытая подписка ориентирована на заранее определенный адресный круг инвесторов, открытая подписка — на неопределенный круг инвесторов.

С точки зрения влияния на основную функцию уставного капитала — установление объема инвестиционных корпоративных прав акционеров — это содержательные способы размещения, которые ведут к перераспределению корпоративных прав акционеров.

Различия в функциональном назначении проявились в особенностях правового регулирования порядка заключения и исполнения возмездных сделок в рамках названных способов размещения акций.

Между специалистами, признающими договорную природу этих способов размещения эмиссионных ценных бумаг, ведется дискуссия:

---

<sup>5</sup> Актуален вопрос о соотношении неинвестиционных способов размещения акций с п. 2 ст. 99 ГК РФ, согласно которому не допускается освобождение акционера от обязанности оплаты акций общества. Формулируя указанную норму ГК РФ, законодатель, видимо, упустил из виду неинвестиционные и квазиинвестиционные способы размещения акций и придал ей чрезмерную категоричность. Когда корпоративная практика в соответствии с нормами специальных законов стала применять неинвестиционные и квазиинвестиционные способы размещения акций, возникла потребность в толковании этой излишне категоричной формулировки. На мой взгляд, ее надо понимать следующим образом. Если у приобретателя ценных бумаг возникает обязанность по их оплате (инвестиционные способы размещения), он не может быть освобожден от нее, но если при размещении акций такая обязанность не появляется (неинвестиционные способы размещения), нет и проблемы освобождения от нее.

— одни считают, что они различаются порядком заключения договоров и поэтому характеризуются как самостоятельные способы размещения ценных бумаг;

— другие не видят их принципиального различия. По их мнению, любое возмездное размещение ценных бумаг — это единый способ размещения — подписка.

Согласно последней из приведенных точек зрения при любых видах подписки порядок заключения договоров принципиально однотипен: эмитент приглашает потенциальных инвесторов делать оферты. Потенциальные инвесторы выступают оферентами, а эмитент — акцептантом. Сторонники данного подхода придерживаются расширительного взгляда на природу этого единого, на их взгляд, способа размещения ценных бумаг, который охватывает все случаи возмездного размещения акций, в том числе при учреждении общества. В связи с этим они актуализируют проблему, кто является стороной по договору подписки при учреждении общества<sup>6</sup>.

### **Понятие «подписка» — история вопроса и современное понимание**

Термин «подписка» в разное время и в различных национальных правовых порядках подразумевал различные явления. Изначально он обозначал действия, предшествовавшие размещению ценных бумаг. Уполномоченное лицо эмитента делало объявление о предстоящем размещении. В ответ на это объявление потенциальные инвесторы в установленной форме могли уведомить общество о своем намерении приобрести акции, то есть подписаться на них. Подписка — это сбор и оформление заявок на приобретение ценных бумаг, которые будут размещены в ближайшем будущем. Функция подписки состояла в гарантировании того, что эмитируемые ценные бумаги будут размещены.

В дальнейшем в ряде национальных правовых порядков изменились требования к проведению эмиссии ценных бумаг. Были запрещены реклама и иное предложение ценных бумаг к продаже до их государственной регистрации. В этой ситуации под подпиской стали понимать не уведомление потенциальными инвесторами эмитента об их намерении приобрести его акции, которые будут предложены к размещению, а особый набор правил, регулирующих совершение возмездных сделок, посредством которых размещаются дополнительные ценные бумаги.

Современная отечественная эмиссионная практика разграничивает подписку как способ размещения ценных бумаг и «обеспечительные» механизмы, предшествующие размещению ценных бумаг.

Имеются аналоги классической «предварительной подписки» на акции, которые будут предложены к размещению в будущем, — это предварительный договор и сбор предварительных заявок на ценные бумаги до регистрации их выпуска. Данные институты также призваны обеспечить гарантии размещения дополнительных акций. Применение этих предварительных, «обеспечительных» механизмов возможно, только если это предусмотрено в решении о выпуске (дополнительном выпуске)

---

<sup>6</sup> Ломакин Д. В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. — М., 2008, с. 224–225.

эмиссионных ценных бумаг, утвержденном уполномоченным органом эмитента и представленном на государственную регистрацию (п. 6.2.1 Стандартов).

Эти механизмы запускаются с момента представления в регистрирующий орган всех документов, необходимых для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Предложения заключить предварительный договор или представить предварительную заявку о приобретении ценных бумаг, подлежащих размещению, могут быть адресованы только конкретным лицам (п. 6.3.7 Стандартов).

Современная эмиссионная практика пошла по пути детальной регламентации отдельных возмездных способов размещения ценных бумаг. Подпиской признается самостоятельный способ размещения исключительно дополнительных акций (п. 1 ст. 39 Закона об АО), то есть ценных бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным. В настоящее время институт подписки к размещению акций при учреждении общества неприменим. В этом случае используется особый способ размещения, отличающийся от подписки, хотя также обладающий возмездной инвестиционной природой и договорной основой. Размещение акций при учреждении акционерного общества осуществляется путем их распределения среди учредителей этого акционерного общества, а в случае учреждения акционерного общества одним лицом — путем их приобретения единственным учредителем (п. 3.1.1 Стандартов).

Распределение акций среди учредителей акционерного общества и подписка решают различные задачи. Распределение акций направлено на формирование первоначального уставного капитала общества, создаваемого путем учреждения. Подписка нацелена на увеличение реального размера уставного капитала действующего общества, то есть это способ размещения дополнительных акций (акции размещаются дополнительно к ранее размещенным). Для подписки не имеет значения, каким путем было создано общество: учреждения или реорганизации. Различия в функциональном назначении проявились в особенностях правового регулирования порядка заключения и исполнения возмездных сделок в рамках этих способов размещения акций.

Если обратиться к позиции, рассматривающей открытую и закрытую подписку как самостоятельные способы размещения ценных бумаг, то в ее рамках также можно выделить различные подходы.



Некоторые авторы считают, что их различие состоит в том, что при закрытой подписке эмитент делает адресные оферты заранее определенному кругу потенциальных инвесторов, а при открытой подписке — публичную оферту неограниченному кругу лиц<sup>7</sup>.

По моему мнению, эти инвестиционные способы размещения дополнительных акций имеют одинаковую экономическую природу, а в правовом аспекте основываются на возмездных двусторонних (многосторонних) договорах. Однако они различаются, прежде всего, порядком заключения и исполнения, причем указанные различия не сводятся к вопросу о том, применяются адресные или публичные оферты, тем более что последние отсутствуют в современной эмиссионной практике.

### Закрытая подписка

Решением о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, размещаемых путем подписки, должен быть установлен порядок заключения договоров, направленных на приобретение размещаемых ценных бумаг (п. 6.2.1 Стандартов). Заключение договора при закрытой подписке предполагает такую последовательность действий.

Прежде всего, определяется круг потенциальных инвесторов, который фиксируется в решениях о размещении и о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг. Это лица, имеющие право на участие в закрытой подписке, им эмитент направит адресную оферту о приобретении дополнительно размещаемых им ценных бумаг (пп. 6.1.8, 6.2.5 Стандартов).

Порядок и условия размещения ценных бумаг устанавливаются в решении об их выпуске (дополнительном выпуске). Утвержденное уполномоченным органом эмитента и зарегистрированное в установленном порядке решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг выполняет функцию адресной оферты, которая направляется эмитентом конкретному кругу лиц. Она содержит существенные условия, на которых предлагается заключить договор о размещении ценных бумаг. Договор о размещении акций заключается посредством ее акцепта. Потенциальные инвесторы, поименованные в решениях о размещении и выпуске (дополнительном выпуске), могут заключить договор о приобретении ценных бумаг, в том числе совершением конклюдентных действий в виде их оплаты.

Корпоративная практика выработала две основные модели проведения закрытой подписки, которые условно можно назвать «жесткой» и «либеральной».

При «жесткой» модели все условия размещения ценных бумаг устанавливаются в решении о выпуске. Этот документ в виде формуляра, утвержденного приказом ФСФР России, перечисляет все условия размещения ценных бумаг, в том числе количество ценных бумаг, подлежащих приобретению каждым из участников подписки, срок и форму их оплаты, момент размещения оплаченных ценных бумаг.



В литературе справедливо указывалось на специфику договорных отношений, складывающихся в этом случае. Они соответствуют договору присоединения, когда воля акцептанта не может влиять на условия договора, сформулированные оферентом<sup>8</sup>.

Договором присоединения признается договор, условия которого определены одной из сторон в формулярах или иных стандартных формах, и могут быть приняты другой стороной не иначе как путем присоединения к предложенному договору в целом (ст. 428 ГК РФ).

При «либеральной» модели в решении о выпуске ценных бумаг зафиксированы не все условия их размещения, некоторые оставлены на усмотрение сторон и могут быть оформлены отдельным соглашением. Как правило, это количество ценных бумаг, подлежащих приобретению каждым из участников подписки, и момент размещения оплаченных ценных бумаг. Если решение о выпуске ценных бумаг допускает альтернативные формы их оплаты, то приобретатель ценных бумаг конкретизи-

<sup>7</sup> Юлдашбаева Л. Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг: акций, облигаций. — М., 1999, с. 140.

<sup>8</sup> Юлдашбаева Л. Р. Указ. соч., с. 136.

рует избранную им форму оплаты. В этом случае наряду с акцептом условий, содержащихся в оферте (зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг), возникает необходимость в заключении дополнительного соглашения об условиях размещения ценных бумаг, не урегулированных в решении о выпуске (дополнительном выпуске).

Действующее законодательство не исключает возможности заключения договоров о размещении ценных бумаг по закрытой подписке и посредством проведения торгов среди ее участников. В качестве организатора торгов может выступать эмитент либо специализированная организация, которая действует на основании договора с эмитентом и выступает от его или от своего имени (ст. 447 ГК РФ).

### **Неинвестиционная составляющая закрытой подписки**

Законом № 352-ФЗ были внесены поправки в ГК РФ, в Закон об АО и Закон об ООО, согласно которым в случаях, предусмотренных законом, допускается размещение акционерным обществом дополнительных акций (долей в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью) путем зачета требований к обществу. В частности, в акционерных обществах размещение дополнительных акций путем зачета денежных требований к обществу допускается при их размещении посредством закрытой подписки (п. 2 ст. 34 Закона об АО). По своей природе размещение дополнительных акций за счет зачета денежных требований к обществу аналогично конвертации облигаций в акции. Денежные обязательства общества перед его кредиторами прекращаются, а уставный капитал увеличивается. Заемный капитал трансформируется в собственный, а кредиторы по денежным обязательствам приобретают статус участников.

В ряде случаев зачет требований — единственная возможность расплатиться по долгам и избежать тем самым банкротства. Зачет требования улучшает экономическое положение общества: долговая нагрузка уменьшается и соответственно увеличивается стоимость чистых активов.

До реформирования в ГК РФ существовал императивный запрет «акционирования долга» и выпуска акций в целях покрытия убытков. Вместе с тем участники гражданского оборота стремились применить этот механизм несмотря на запрет. Использовались разнообразные схемы обхода запрета, в результате чего производился так называемый косвенный зачет: по формальным признакам зачета не происходило, но на самом деле суть применяемых конструкций сводилась к взаимному погашению денежных требований кредитора к обществу путем предоставления ему акций (долей участия) должника.

Можно привести некоторые наиболее популярные схемы.

✓ Кредитор, предварительно оговорив условия «игры» с обществом-должником, покупает его дополнительные акции (доли в уставном капитале ООО), должник при получении денежных средств возвращает их кредитору в качестве погашения долга.

✓ Различные вексельные схемы. Кредитор вносит в уставный капитал собственный вексель на сумму долга. ООО на сумму долга выдает свой вексель с тем же сроком погашения. Обязательства общества по векселю зачитываются в счет погашения долга перед новым участником.

Существует и иная вексельная конструкция, похожая на описанный пример: кредитор приобретает вексель банка на сумму долга. Вексель вносится в уставный капитал должника, который, получив вексель в качестве взноса, возвращает его кредитору в счет погашения долга. В итоге уставный капитал увеличен, долг погашен, вексель вернулся к его первому владельцу.

Данные схемы применялись чаще всего для того, чтобы избежать процедуры банкротства или в рамках процедур банкротства, если планом внешнего управления были предусмотрены такие меры по восстановлению платежеспособности должника, как размещение дополнительных обыкновенных акций должника (ст. 109, 114 Федерального закона от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»).

В условиях финансового кризиса неэффективность запрета на «акционирование долга» стала особенно очевидной. Он вынуждал участников гражданского оборота применять «обходные» схемы, создавая дополнительные юридические риски.

Развитые зарубежные правовые порядки (например, в США, Великобритании, Германии, Франции) позволяют применять конструкцию «акционирование долга».

«Акционирование долга» — это не самостоятельный способ размещения ценных бумаг, а неинвестиционная составляющая закрытой подписки. Зачет требования допускается только в рамках размещения дополнительных акций по закрытой подписке. Появилась модификация этого способа размещения акций, сочетающая инвестиционные и неинвестиционные начала (квазиинвестиционный способ размещения).

Акционеры общества-должника имеют преимущественное право возмездного приобретения дополнительно размещаемых акций. В число участников закрытой подписки могут быть включены инвесторы, приобретающие акции на возмездной основе.

### **Открытая подписка**

Открытая подписка допускает несколько вариантов заключения договоров по размещению акций.

■ Один предусматривает адресованное неопределенному кругу лиц приглашение эмитента делать оферты о приобретении его ценных бумаг. В случае размещения ценных бумаг путем открытой подписки порядок заключения договоров, направленных на приобретение размещаемых ценных бумаг, устанавливаемый решением о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, может предусматривать адресованное неопределенному кругу лиц приглашение делать предложения (оферты) о приобретении размещаемых ценных бумаг (п. 6.2.1 Стандартов).

Реклама и иные предложения, адресованные неопределенному кругу лиц, рассматриваются как приглашение делать оферты, если иное прямо не указано в предложении (п. 1 ст. 437 ГК РФ).

Потенциальные покупатели делают предложения (оферты) о приобретении ценных бумаг. Эмитент имеет возможность акцептовать те из них, которые соответствуют его экономическим интересам.

В данном случае эмитент не направляет оферту, а приглашает неопределенный круг лиц делать оферты на заданных им условиях. Оферентом выступает потенциальный инвестор, а акцептантом — эмитент. При этом институт публичной оферты не используется.

Условия, на которых могут делаться оферты, и порядок их акцепта устанавливаются в решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, которое в этом случае должно содержать:

- срок (порядок его определения), в течение которого могут быть поданы оферты о приобретении ценных бумаг;
- указание на то, что оферта должна содержать цену приобретения и количество ценных бумаг, которое оферент обязуется приобрести по указанной цене, и/или согласие оферента приобрести соответствующие ценные бумаги в указанном в оферте количестве или на обозначенную в ней сумму по цене размещения, определенной эмитентом в соответствии с решением о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- срок и порядок получения оферентом ответа о принятии его предложения (акцепт), в том числе указание на то, что акцепт направляется тем оферентам, которых эмитент определяет по своему усмотрению.

Оферты о приобретении ценных бумаг подлежат регистрации в специальном журнале учета поступивших предложений в день их поступления.

Предусмотрена возможность использования при размещении по открытой подписке ценных бумаг процедуры так называемого бук-билдинга, которая предполагает подачу инвесторами заявок на приобретение ценных бумаг, формирование на их основании книги заявок, определение цены размещения и удовлетворение заявок по этой цене с правом их выбора по усмотрению самого эмитента.

Одно из новшеств, связанное с механизмом бук-билдинга, касается установления требования о необходимости указания в решении о выпуске ценных бумаг, в том числе размещаемых на торгах фондовой биржи, условия о возможности удовлетворения заявок по усмотрению самого эмитента (п. 6.2.1 Стандартов).

Новелла механизма бук-билдинга выражается в заключении предварительных договоров или сборе предварительных заявок. Как правило, при размещении на фондовой бирже компания до объявления начала торгов проводит подготовительный период, в течение которого она собирает предварительные заявки, заключает предварительные договоры с потенциальными инвесторами. Поскольку участник торгов или инвестор при подаче заявки на биржу через торговую систему должен подкрепить ее, зарезервировав необходимую сумму в расчетной палате биржи, инвесторы будут чувствовать себя комфортнее, зная, что компания заранее рассмотрела их предварительную заявку и объявила о том, что она готова удовлетворить ее в таком-то объеме на таких-то условиях. Это обеспечивает предсказуемость и уверенность. Ранее это могло происходить без публичного уведомления всех инвесторов о проведении предварительной процедуры. Изменения, внесенные в Стандарты, обязывают эмитента в решении о выпуске ценных бумаг указывать порядок сбора предварительных заявок или порядок заключения предварительных договоров, чтобы все



инвесторы, которые потенциально могут приобрести ценную бумагу, знали об этой процедуре и могли принять в ней участие (п. 6.2.1 Стандартов).

■ Другой вариант открытой подписки предполагает заключение договоров на торгах (ст. 447 ГК РФ, п. 6.2.1 Стандартов).

В качестве организатора торгов в этом случае может выступать фондовая биржа или иной организатор торговли на рынке ценных бумаг. Такие торги проводятся в соответствии с правилами фондовой биржи или иного организатора торговли на рынке ценных бумаг, зарегистрированными в установленном порядке федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

При размещении ценных бумаг на торгах, проводимых фондовой биржей или иным организатором торговли на рынке ценных бумаг, решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг содержит наименование этих организаторов торгов.

Условия проведения торгов, в ходе которых определяется цена (цены) размещения ценных бумаг, должны предусматривать подачу участниками торгов конкурентных заявок, где указаны количество приобретаемых ценных бумаг и цена их приобретения.

Условия проведения торгов могут предусматривать подачу участниками торгов неконкурентных заявок, включающих общую сумму, на которую заявитель обязуется приобрести ценные бумаги, без определения количества приобретаемых ценных бумаг и цены их приобретения.

Приоритетному удовлетворению подлежат конкурентные заявки с наибольшей ценой приобретения. Если условия проведения торгов предусматривают подачу их участниками как конкурентных, так и неконкурентных заявок, приоритетному удовлетворению подлежат конкурентные заявки.

Конкурентные заявки должны удовлетворяться по цене, указанной в заявке, которая в случае установления цены отсечения не должна быть ниже такой цены. Неконкурентные заявки следует удовлетворять по средневзвешенной цене всех удовлетворенных в ходе торговой сессии конкурентных заявок или иной цене, рассчитанной на основании средневзвешенной цены (п. 6.1.12 Стандартов).

■ Действующее законодательство допускает возможность заключения договора при открытой подписке посредством института публичной оферты, которую направляет эмитент. Публичная оферта — предложение неопределенному кругу лиц, выражающее волю сделавшего его лица заключить договор и содержащее все существенные условия договора. Публичная оферта возможна как в письменной, так и в устной форме (по радио, телевидению, посредством микрофона и т. д.), однако при обязательном наличии в ней существенных условий договора (п. 2 ст. 437 ГК РФ).

Квалифицирующие признаки публичной оферты:

— наличие в ней существенных условий договора, которые стандартны для всех потенциальных акцептантов;

— отсутствие адресности<sup>9</sup>.

Институт публичной оферты согласно концепции, заложенной в ГК РФ, призван обеспечить интересы участников оборота в случаях, когда оферта ориентирована на множество независимых акцептантов. Принятие оферты одним или несколькими из них не поглощает оферту, а сохраняет ее на все обозначенное в ней время.

Особенность публичной оферты состоит в том, что она содержит стандартные условия приобретения ценных бумаг, единые для всех потенциальных акцептантов. Последнее обстоятельство делает ее мало привлекательной для использования при открытой подписке, экономический смысл которой в создании конкуренции по цене и количеству ценных бумаг, приобретаемых каждым из инвесторов.

Действующая корпоративная практика не использует институт публичной оферты при проведении подписки на ценные бумаги, хотя такая возможность не исключена.

Сопоставляя закрытую и открытую подписку, следует отметить, что каждый из названных способов размещения ценных бумаг допускает многовариантность порядка заключения возмездных договоров по размещению ценных бумаг.

При закрытой подписке возможно:

- использование договора присоединения. В этом случае офертой является зарегистрированное решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, в котором сформулированы все условия размещения;
- наряду с акцептом направленной эмитентом оферты также заключение эмитентом и участником подписки дополнительного соглашения об условиях размещения не урегулированных в решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- заключение дополнительного соглашения об условиях размещения не урегулированных в решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг на торгах, которые организуются среди заранее определенных участников.

При открытой подписке допустимо:

- заключение договора посредством акцепта оферты, направляемой эмитенту потенциальным инвестором;
- заключение договора на торгах, организатором которых может выступать фондовая биржа или иной организатор торговли на рынке ценных бумаг. Такие торги проводятся в соответствии с правилами фондовой биржи или иного организатора торговли на рынке ценных бумаг, зарегистрированными в установленном порядке федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
- заключение договора путем использования эмитентом института публичной оферты.

---

<sup>9</sup> Последнее отличает публичную оферту от обычной, но в то же время отграничивает ее от рекламы и прочих предложений неограниченному кругу лиц, не являющихся офертой в строгом смысле слова и рассматриваемых лишь как предложения делать оферты (п. 1 ст. 437 ГК РФ).

### **Особенности формирования существенных условий размещения ценных бумаг (акций) по подписке**

Эмиссия ценных бумаг признается сферой повышенного риска, требующей специального регулирования. Она осуществляется по инициативе эмитента, который формулирует большую часть условий ее проведения. Эмитент является организатором эмиссии. Существуют объективные предпосылки того, что интерес и воля эмитента будут доминировать. С целью защиты интересов потенциальных инвесторов специальными нормами права ограничивается чрезмерное превалирование в этом процессе воли и интереса эмитента.

Отношения эмитента с одним из приобретателей дополнительных ценных бумаг способны оказывать влияние на права и интересы третьих лиц, прежде всего других акционеров. С целью защиты их интересов и прав предусмотрены специальные процедуры и установлены особые требования к договорам о размещении ценных бумаг.

Договоры о размещении ценных бумаг по подписке обладают значительной спецификой. Согласно принципу свободы договора по общему правилу его условия определяются по усмотрению сторон. Однако данное правило допускает исключение, когда содержание соответствующих условий предписано законом или иным правовым актом (п. 4 ст. 421 ГК РФ).

В силу изложенных причин в данном случае применяется исключение, когда специальными нормами корпоративного права предписывается содержание существенных условий договора о размещении дополнительных ценных бумаг посредством подписки<sup>10</sup>. Они касаются:

- порядка определения цены размещения ценных бумаг;
- порядка определения цены встречного предоставления за размещаемые ценные бумаги;
- последовательности исполнения сторонами взаимных обязательств;
- формы оплаты акций;
- максимально допустимого срока исполнения договора (срока размещения акций).



Особенности законодательного регулирования сделок по размещению ценных бумаг позволили некоторым специалистам поставить под сомнение договорную природу всех сделок по размещению ценных бумаг. «Это означает не столько то, что в рассматриваемом нами случае у лиц, заключивших пресловутый «договор» (имеется в виду договор о размещении ценных бумаг. — А. Г.), нет свободы выбора (участник передает обществу деньги (имущество), получая взамен от общества акции (доли), — может быть только так и никак иначе), сколько то, что здесь не приходится говорить и о самом договоре вообще. ... Можно сделать вывод — в анализируемой ситуации вообще не возникают договорные отношения»<sup>11</sup>.

Эмитент не может произвольно установить цену размещения ценных бумаг, она определяется по специальным правилам, предусмотренным законодательством. Реа-

<sup>10</sup> Можно присоединиться к следующему справедливому замечанию: «ограничение свободы договора является общей тенденцией развития законодательства об эмиссии, направленного на защиту прав и интересов экономически более слабой и зависимой стороны — инвесторов». — См.: Шевченко Г. Н. Указ. соч., с. 160.

<sup>11</sup> Корпоративное право: Актуальные проблемы теории и практики / Под общ. ред. В. А. Белова. — М., 2009, с. 316–318.

лизуется принцип «справедливой» или «пороговой» цены — это цена, установленная не ниже значений, закрепленных законодательством. Принцип пороговой цены достаточно часто применяется в корпоративном праве, он заложен в ст. 77 Закона об АО. Когда в соответствии с Законом об АО цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, это должно делаться исходя из их рыночной стоимости (п. 1 ст. 77).

Цена размещения акций по подписке не может быть установлена ниже рыночной цены, утвержденной советом директоров общества. Оплата эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со ст. 77 Закона об АО (п. 1 ст. 38).

Совет директоров должен сначала установить текущую рыночную стоимость акций и, исходя из этого, назвать цену размещения акций нового (дополнительного) выпуска.

Данное специальное требование о порядке определения цены размещения преследует цель обеспечить экономические интересы «старых» акционеров и общества в целом. Инвесторы должны приобретать права участия в обществе по цене не ниже текущей стоимости прав участия уже имеющихся участников, а обществу обеспечивается справедливая оценка получаемых инвестиций. Если цена размещения будет ниже текущей рыночной стоимости размещенных акций, это приведет по итогам размещения к снижению стоимости акций<sup>12</sup>.

Вместе с тем указанное требование ограничивает вероятность злоупотребления правами со стороны доминирующих акционеров, которые инициируют подписку дополнительных акций по заниженной цене исключительно с целью перераспределения корпоративных прав.

Стороны не могут произвольно установить цену встречного предоставления за размещаемые акции, если оно имеет неденежную форму.

Законодатель не только предписывает особый порядок определения цены размещения акций, но и регулирует порядок оценки встречного предоставления за размещаемые акции в случае, если оно имеет неденежную форму. При оплате дополнительных акций неденежными средствами денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций, производится советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со ст. 77 Закона об АО.

При оплате акций неденежными средствами для определения рыночной стоимости такого имущества должен привлекаться независимый оценщик, если иное не установлено федеральным законом. Величина денежной оценки имущества, произ-

---

<sup>12</sup> Существует специальный механизм защиты интересов «старых» инвесторов, который дает им возможность сохранить объем корпоративных прав. Это преимущественное право приобретения дополнительно размещаемых акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом установлены льготы по цене приобретения ценных бумаг. Цена размещения дополнительных акций лицам, осуществляющим преимущественное право приобретения акций, может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10 процентов» (п. 2 ст. 36 Закона об АО).

Цена размещения эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, лицам, осуществляющим преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10 процентов (п. 2 ст. 38 Закона об АО).

веденной учредителями общества и советом директоров (наблюдательным советом) общества, не может быть выше величины оценки, произведенной независимым оценщиком (п. 3 ст. 34 Закона об АО).

Регулятивное воздействие этой нормы очевидно — исключить манипуляции с неравнозначной оплатой размещаемых акций.

Стороны лишены возможности договариваться о последовательности исполнения ими взаимных обязательств.

Корпоративная практика столкнулась с комплексом проблем, которые возникают в случае неполной оплаты уставного капитала. Установлены запреты на совершение определенных корпоративных действий:

- общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по акциям (п. 1 ст. 43 Закона об АО);
- общество не вправе осуществлять приобретение размещенных им акций (п. 1 ст. 73 Закона об АО);
- увеличение уставного капитала допускается только после его полной оплаты (п. 1 ст. 100 ГК РФ);
- размещение облигаций допускается только после полной оплаты уставного капитала (ст. 102 ГК РФ);
- до полной оплаты уставного капитала не может быть осуществлена государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) опционов эмитента (п. 2.4.19 Стандартов).

Нередко такие ситуации создавались искусственно с целью злоупотреблений. «Специальные» акционеры сознательно не оплачивали часть принадлежащих им акций.

Общество высокодоходно, имеет значительную прибыль, однако совет директоров не рекомендует общему собранию объявление дивидендов, ссылаясь на задолженность акционеров по оплате уставного капитала. Эмитент уклоняется от объявления дивидендов, но формально виноваты в этом акционеры, не оплатившие полностью принадлежащие им акции.

Инвесторы инициируют увеличение уставного капитала, а менеджеры общества скрыто противодействуют, поскольку это приведет к снижению их доли участия. Они создают ситуацию не полностью оплаченного уставного капитала, при которой запрещено его увеличение.

Такие злоупотребления были возможны вследствие того, что первоначальная редакция пп. 1, 2 ст. 34 Закона об АО допускала размещение частично оплаченных акций. Для размещения акций было достаточно оплатить 25 процентов их номинальной стоимости. Остальная часть цены размещенных акций подлежала оплате в течение года с момента их размещения, если меньший срок не был установлен в решении об их размещении.

Федеральным законом от 7 августа 2001 года № 120-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» (далее — Закон № 120-ФЗ) было внесено принципиальное изменение в Закон об АО, согласно которому дополнительные акции и иные эмиссионные ценные бумаги общества, размещаемые путем подписки, размещаются при условии их полной оплаты. Размещен-

ными акциями, то есть приобретенными акционерами (п. 1 ст. 25 Закона об АО, п. 1 ст. 99 ГК РФ), считаются только полностью оплаченные, то есть норма ГК РФ, в силу которой увеличение уставного капитала допускается после его полной оплаты (п. 2 ст. 100), воплощена в Законе об АО. Ранее эту норму трактовали таким образом, что нельзя принимать решение об увеличении уставного капитала, пока не будут оплачены все акции предыдущих выпусков. Между тем в Кодексе говорится не о запрете на принятие решения об увеличении уставного капитала до полной оплаты всех ранее размещенных акций, а о запрете на увеличение уставного капитала, то есть о недопустимости размещать акции до их полной оплаты. Нельзя передавать ценные бумаги нового (дополнительного) выпуска первым приобретателям (зачислять на их счета в системе реестра) до их полной оплаты. Следует признать, что первоначальная редакция ст. 34 Закона об АО, допускающая размещение частично оплаченных акций, противоречила нормам ГК РФ.

Для защиты интересов акционеров и чтобы не допустить возможных злоупотреблений, определен такой порядок оплаты дополнительных акций, размещаемых по подписке, который исключает возможность их неполной оплаты. Уставный капитал увеличивается только при условии его предварительной полной оплаты (п. 6.4.10 Стандартов). Образно говоря, действует правило: «утром деньги — вечером акции».

Ранее признаваемое размещение частично оплаченных акций (увеличение уставного капитала до его полной оплаты) порождало проблемы, связанные с переуступкой не полностью оплаченных акций. Акционер приобретал акции при их размещении и ввиду их частичной оплаты являлся должником общества. Хотя акция оплачена не полностью, право собственности по ней перешло к первому приобретателю, который имел право переуступать ее другому владельцу. Складывалась конфликтная ситуация: новый владелец не имеет задолженности перед обществом, поскольку приобретал акции не у него, а на вторичном рынке, а должник общества перестал быть его акционером. Нередко общество не имело реальной возможности взыскать долг с бывших акционеров. Эмитент попадал в неопределенную ситуацию с не полностью оплаченным уставным капиталом и без права взыскать задолженность по его оплате.

Данная коллизия была устранена Федеральным законом от 5 марта 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (далее — Закон о защите прав инвесторов), который предусмотрел: «Совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается...» (п. 2 ст. 5).

В настоящее время первый приобретатель ценных бумаг не правомочен отчуждать их до наступления двух условий: полной их оплаты и завершения процедуры эмиссии (регистрации отчета об итогах размещения ценных бумаг).

Ограничен срок размещения и соответственно оплаты акций. Эмитент обязан завершить размещение выпускаемых эмиссионных ценных бумаг не позднее одного года с даты государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) таких ценных бумаг (ст. 24 Закона о рынке ценных бумаг). Закон ограничил максимально

допустимый срок размещения акций по подписке. Это сделано также в интересах защиты третьих лиц. В процессе эмиссии предусмотрено временное ограничение оборота размещаемых ценных бумаг — это один из способов защиты прав третьих лиц в случае, если эмиссия будет признана несостоявшейся. Совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до ... регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается, за исключением случаев, установленных федеральными законами» (п. 2 ст. 5 Закона о защите прав инвесторов). Такое лимитирование не может длиться неопределенное время, оно имеет временный характер. Его продолжительность зависит, прежде всего, от срока размещения акций, именно поэтому его максимальная продолжительность ограничена. Стороны договора имеют возможность определять срок размещения акций только в пределах законодательно допустимого периода.

Закон предусматривает еще один лимит, связанный с оплатой акций. В соответствии с п. 2 ст. 34 Закона об АО устав общества может содержать ограничения на виды имущества, которыми подлежат оплате акции общества. При наличии в уставе общества такого рода ограничений в договоре о размещении акций по подписке нельзя предусматривать оплату ценных бумаг этими видами имущества.

Преобладающую часть условий размещения акций по подписке формулирует эмитент. Законодательно установлены требования к содержанию решения о размещении дополнительных акций. Решением об увеличении уставного капитала акционерного общества путем размещения дополнительных акций должны быть определены:

- количество размещаемых обыкновенных и привилегированных акций каждого типа в пределах количества объявленных акций этой категории (типа);
- способ размещения акций — открытая или закрытая подписка;
- цена размещения акций или порядок ее определения;
- цена размещения акций (или порядок ее определения) лицам, имеющим преимущественное право приобретения размещаемых дополнительных акций;
- форма оплаты акций.

Этим решением могут быть закреплены и иные условия размещения дополнительных акций:

- срок размещения акций или порядок его определения;
- порядок и срок оплаты размещаемых акций;
- порядок заключения договоров в ходе размещения акций.

Решением о размещении ценных бумаг посредством закрытой подписки должен быть предусмотрен круг лиц, среди которых предполагается осуществить размещение ценных бумаг.

Эмитент имеет возможность установить и дополнительные условия размещения акций посредством включения их в решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг. В частности, актуален вопрос: какие последствия наступают, если преимущественное право приобретения размещаемых акций не будет полностью реализовано лица-

ми, обладающими этим правом? Какова судьба акций, которые предназначались акционерам, имеющим преимущественное право их приобретения, но не приобретенны ими? Этот вопрос оставлен на усмотрение эмитента и подлежит разрешению в решении о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг в зависимости от целей проведения эмиссии.

Если лица, иницирующие ее проведение, не заинтересованы в перераспределении корпоративных прав, то можно предусмотреть, что эти акции остаются нерасмещенными.

Если преследуется цель перераспределить соотношение корпоративных прав, то допустимо определить, что эти акции могут быть приобретены конкретными участниками закрытой подписки.

### **Закрытая подписка как способ перераспределения корпоративных прав**

Превалирование корпоративных функций уставного капитала над его функцией привлечения инвестиций проявляется, в частности, в том, что большинство закрытых подписок проводится исключительно с целью перераспределения корпоративных прав в пользу определенного круга лиц. Такие эмиссии направлены на «размывание» уставного капитала. Применяются схемы формального внесения инвестиций и/или их последующего изъятия. Инициаторов закрытой подписки интересуют изменения в соотношении корпоративных прав между отдельными группами акционеров, а не наращивание активов общества.

По форме инвестиционное мероприятие, а по существу — нет. Есть тактики, которые позволяют придать этому инвестиционному способу размещения ценных бумаг неинвестиционный характер. Их смысл состоит в том, чтобы провести размещение дополнительных акций за счет средств эмитента в интересах определенного круга лиц. Условно эти действия можно охарактеризовать следующим образом: «возьми деньги из кассы общества и верни их обратно в обмен на дополнительный объем корпоративных прав».

Рассмотрим одну из возможных моделей такой эмиссии. Основное общество учреждает дочернее, в уставный капитал которого вносятся определенные средства.

Затем иницируется проведение закрытой подписки на дополнительные акции основного общества. В круг лиц, имеющих право на участие в закрытой подписке, включается дочернее общество.

Принимается решение об увеличении в несколько раз уставного капитала основного общества, при этом предусматривается достаточно высокая цена размещения акций. Миноритарные акционеры имеют преимущественное право приобретения размещаемых акций, но для них это экономически невыгодно, а зачастую у них просто отсутствуют финансовые ресурсы для осуществления таких инвестиций.

Дочернее общество за счет средств, внесенных в его уставный капитал, приобретает крупный пакет акций основного общества. Складывается ситуация перекрестного владения акциями или взаимозависимости. Основное общество владеет всеми акциями дочернего, а дочернее, в свою очередь, владеет значительным пакетом акций основного общества.



Фактически правами по акциям основного общества, принадлежащим зависимому обществу, распоряжаются менеджеры основного общества. Как правило, описанная схема применяется с целью перераспределения корпоративного контроля в пользу менеджеров с целью оттеснения мало консолидированных акционеров.

Встречается следующая модель проведения закрытой подписки с целью усиления позиций доминирующего акционера (акционеров) вплоть до полного вытеснения миноритариев.

Мажоритарий основного общества (участник 1) совместно с самим основным обществом (участник 2) учреждают ООО «Солидарность». В уставном капитале ООО «Солидарность» доля, принадлежащая участнику 1, составляет менее 20 процентов, что позволяет избежать аффилированности между этим участником и ООО «Солидарность».

Следует пояснить, почему в этом случае целесообразно обратиться к организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью. Закон об ООО позволяет наделять отдельных участников дополнительными правами, в том числе правом голоса, непропорционально размеру их долей в уставном капитале (п. 1 ст. 32). В уставе ООО «Солидарность» предусмотрено, что участнику 1 предоставлено 90 процентов голосов, а участнику 2 — 10 процентов голосов. Несмотря на соотношение размера долей в уставном капитале, участник 1, не будучи преобладающим инвестором, контролирует ООО «Солидарность».

ООО «Солидарность» за счет средств, внесенных в его уставный капитал, приобретает акции АО «Основное». Это можно осуществить двумя способами — путем направления оферт миноритарным акционерам и/или посредством размещения по закрытой подписке в его пользу дополнительных акций АО «Основное».

Какие последствия порождает приобретение акций АО «Основное» обществом с ограниченной ответственностью «Солидарность»?

Во-первых, ООО «Солидарность» стало владельцем значительного пакета акций АО «Основное», правами по которым фактически распоряжается мажоритарий АО «Основное», так как он контролирует ООО «Солидарность» (распоряжается в нем 90 процентами голосов). За счет средств общества, внесенных в уставный капитал ООО «Солидарность», он повысил в нем уровень своего корпоративного контроля с 80 до 96 процентов.

Во-вторых, в уставном капитале АО «Основное» доля миноритариев упала ниже 5 процентов, что позволяет доминирующему акционеру применить правила главы XI Закона об АО для принудительного выкупа акций, принадлежащих миноритариям.

Вот пример еще одной модели закрытой подписки с целью перераспределения корпоративного контроля. Она основана на использовании заемных средств.

Контролирующий акционер или группа акционеров наряду с основным обществом учреждают еще одно — АО «Б». Основное общество принимает решение о проведении закрытой подписки в пользу АО «Б», которое заключает договор о приобретении значительного пакета его дополнительных акций. Однако у общества «Б» нет средств для столь значительных инвестиций — 100 млн. руб. Общество «Б» берет кредит в банке в размере 10 млн. руб. под поручительство или залог имущества основного общества и начинает оплачивать дополнительные акции. Перечисляет первый транш в размере 10 млн. руб.

Основное общество, в свою очередь, вносит эти средства в уставный капитал специально учрежденного дочернего АО «В».

АО «В» полученные им средства передает по договору займа АО «Б», которое осуществляет следующий транш по оплате размещаемых акций основного общества. Эта схема воспроизводится до тех пор, пока все размещаемые акции основного общества не будут оплачены АО «Б». На последнем этапе АО «Б» возвращает кредит в банк. Фактически оно оплатило только процент за кредит в размере 10 млн. руб., а при этом «инвестировало» в основное общество 100 млн. руб.

АО «Б» должно АО «В» 100 млн. руб. Обязательство прекращается путем совпадения должника и кредитора в одном лице. АО «В» присоединяется к АО «Б».

### **Проблема защиты интересов «старых» инвесторов при привлечении дополнительных инвестиций**

Размещение дополнительных акций по подписке может привести к изменению в соотношении корпоративных прав, что в конечном счете выразится в изменении корпоративного контроля. В связи с этим возникает проблема защиты «старых» инвесторов от возможного снижения их доли участия в обществе (доли в уставном капитале). Для этих целей отечественная корпоративная практика апробировала два механизма: компенсационный возврат акционерам инвестиций и предоставление им преимущественного права приобретения акций, размещаемых по подписке. Приоритет остался за вторым способом.

Преимущественное право при подписке — это установленная законом возможность акционеров преимущественно перед третьими лицами приобрести дополнительно размещаемые акции и сохранить тем самым имеющийся у них объем корпоративных прав.

У акционера нет права на определенную долю в уставном капитале общества, изменение размера этой доли не является нарушением его прав. В данном случае речь идет не о способе защиты нарушенного права, а о механизме поддержания в процессе размещения дополнительных акций сложившегося соотношения инвестиционных корпоративных прав.

Институт преимущественного права приобретения акций, размещаемых по подписке, призван поддерживать сложившееся в обществе соотношение корпоративного контроля. Он предусматривает, что это право реализуется пропорционально количеству акций тех категорий (типов), которыми владеют акционеры.

При открытой подписке все акционеры общества («старые» инвесторы) имеют преимущественное право приобретения размещаемых акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции общества, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций соответствующей категории (типа). В этом случае акции «вовне» размещаются по остаточному принципу. Если все акционеры в полном объеме реализуют свое преимущественное право на приобретение размещаемых акций, то акции дополнительного выпуска будут размещены им и соотношение корпоративного контроля не изменится. Если акционеры откажутся от дополнительных инвестиций в пропорции к ранее совершенным, то между ними изменится соотношение корпоративного контроля. Закон допускает, что преимущественное право приобретения дополнительных акций может быть реализовано и частично.

При закрытой подписке этот механизм ориентирован не на всех акционеров, а только на тех, которые не поддерживают ее проведение на предложенных условиях. Преимущественное право приобретения размещаемых акций имеют те акционеры, которые голосовали против увеличения уставного капитала или не принимали участия в голосовании по этому вопросу. Преимущественное право приобретения размещаемых акций реализуется пропорционально количеству акций тех категорий (типов), которыми они владеют (п. 1 ст. 40 Закона об АО).

В свое время Закон о защите прав инвесторов (п. 4 ст. 5 в ред. от 18 фев-раля 1999 года) предусматривал для акционеров, голосовавших против решения о размещении дополнительных акций по закрытой подписке или не принимавших участия в голосовании по этому вопросу, право требовать выкупа у общества принадлежащих им акций.

В корпоративной практике возникла альтернатива, что эффективнее: компенсационные выплаты акционерам за снижение их доли корпоративного контроля или предоставление преференций в поддержании достигнутого ими уровня корпоративного контроля.

Выкуп обществом акций по требованию акционеров означает отток активов общества и уменьшение собственного капитала. При применении упомянутой нормы Закона о защите прав инвесторов складывались ситуации, когда сумма средств, привлеченных по подписке, была меньше сумм, подлежащих выплате акционерам, отказавшимся от приобретения дополнительных акций. Размещение ценных бумаг становилось экономически бессмысленным (отток средств превышал их поступление). В некоторых ситуациях механизм компенсационных выплат использовался как способ «вымораживания» миноритариев. Принималось решение об увеличении уставного капитала общества в несколько раз, что предполагает значительные инвестиции для поддержания размера доли в уставном капитале общества. Тем самым миноритариев провоцируют на предъявление требования о выкупе обществом принадлежащих им акций. Акции у них выкупаются, они выбывают из общества, а фактическое размещение акций осуществляется в значительно меньшем масштабе (большая часть зарегистрированного выпуска остается неразмещенной).

Возникает вопрос: насколько целесообразно при привлечении инвестиций задействовать механизмы, имеющие антиинвестиционную направленность? Разумно ли в рамках процесса привлечения инвестиций открывать каналы оттока имеющихся активов?

При размещении дополнительных ценных бумаг существует объективное противоречие: чем надежнее в этом процессе защищены интересы мелких акционеров посредством предоставления им гарантий возврата ранее осуществленных инвестиций, тем более затруднено привлечение дополнительных инвестиций.

Поскольку акционерное общество — это объединение капиталов, а не компания по страхованию рисков, инвестиционные начала превалируют над компенсационным оттоком ранее внесенных инвестиций.

В силу этих причин произошел отказ от компенсационных выплат акционерам, не поддержавшим проведение закрытой подписки на предложенных условиях.

Достоинство предоставления акционерам преференций в поддержании достигнутого ими уровня корпоративного контроля состоит в том, что это не связано с затратами в виде компенсационных выплат ни со стороны общества, ни со стороны крупных инвесторов. Всем акционерам (при открытой подписке) или определенной их части (при закрытой подписке) предоставляется возможность первыми осуществить дополнительные инвестиции и сохранить тем самым свою долю корпоративного контроля<sup>13</sup>. Если они не примут участия в дополнительном инвестировании, то ни у общества, ни у преобладающих инвесторов не возникнет обременительная обязанность возврата им ранее осуществленных инвестиций.

Однако у этого инвестиционно ориентированного способа поддержания сложившегося уровня корпоративного контроля есть пределы применения. Он актуален для состоятельных владельцев, имеющих значительные пакеты акций.

Для акционеров, владеющих мелкими пакетами акций и не имеющих возможности дополнительно инвестировать средства в компанию, преимущественное право приобретения дополнительно размещаемых ценных бумаг в большинстве случаев экономически бесперспективно.

Но следует помнить, что речь идет не о защите нарушенных прав, а о механизме поддержания определенного уровня корпоративного контроля. Проблема корпоративного контроля актуальна для владельцев значительных пакетов акций, которые извлекают дополнительные имущественные выгоды из масштаба их доли в уставном капитале. Мелкие инвесторы, преследующие преимущественно спекулятивные цели, не озабочены проблемой корпоративного контроля, размер пакета акций не дает им дополнительных имущественных выгод.

*Кто извлекает дополнительные выгоды из масштаба своей доли в уставном капитале, тот и платит за ее поддержание в случае привлечения обществом дополнительных инвестиций.*

При размещении дополнительных акций могут быть задействованы различные по своей правовой природе и экономической направленности механизмы защиты интересов акционеров. Но при их выборе необходимо определиться с балансом интересов отдельных участников корпоративных отношений: общества, крупных инвесторов и акционеров, не ориентированных на дополнительные инвестиции. Очевидно, что при размещении акций интересы общества и крупных инвесторов преобладают над интересами той части акционеров, которые не участвуют в инвестициях. Предоставление компенсационных выплат лицам, не участвующим в инвестициях, противоречит интересам как самого общества, так и всех инвесторов.

Хотя акционеры приобрели возможность сохранения достигнутого ими уровня корпоративного контроля, она не всегда реализуема. В результате подписки в обществе происходит перераспределение корпоративного контроля — появляются акционер или группа аффилированных лиц с количеством акций, превышающим пороговые значения корпоративного контроля, предусмотренные Законом об АО. Отечественная корпоративная практика одновременно с европейскими правопорядками

---

<sup>13</sup> Именно поэтому корпоративные права, влияющие на корпоративный контроль, характеризуются как инвестиционные, в отличие от статусных, не зависящих от количества акций, принадлежащих акционеру.

пополнилась специальными механизмами регулирования процесса «поглощения» акционерных обществ посредством приобретения одним акционером или группой аффилированных лиц крупных пакетов акций (с 1 июля 2006 года в Закон об АО была включена глава XI<sup>1</sup> — Федеральный закон от 5 января 2006 года № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»).

Если один участник или группа аффилированных лиц обладают количеством акций, превышающим предусмотренные законом пороговые значения корпоративного контроля, выражающегося в приобретении ими крупных пакетов голосующих акций открытого акционерного общества (более 30, 50, 75 процентов), предусмотрен специальный механизм компенсационных выплат остальным акционерам.

Лицо, получившее значительный объем корпоративного контроля, обязано направить публичную оферту о приобретении оставшихся ценных бумаг. Если остальных участников не устраивает сложившаяся расстановка сил в обществе, они могут покинуть его, получив справедливое возмещение. Закон обеспечивает им эту возможность. Обязательное предложение — это гарантия возвратности инвестиций в условиях существенного перераспределения корпоративного контроля в обществе.

Если крупные пакеты акций приобретены в процессе их размещения по подписке, согласно действующей редакции Закона об АО у инвесторов в случае превышения ими по итогам размещения дополнительных акций пороговых значений корпоративного контроля возникает обязанность направить публичную оферту о приобретении остальных голосующих акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции. Это очевидно снижает инвестиционную активность. Лица, приобретающие крупные пакеты акций, вынуждены наряду с инвестициями в компанию дополнительно возвращать инвестиции акционерам, отказавшимся приобретать дополнительные акции. Следует оценить, насколько целесообразно по итогам размещения ценных бумаг по подписке использовать компенсационные выплаты в виде обязательного предложения о приобретении оставшихся голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции.

Если идти по пути создания условий для эффективного привлечения инвестиций, то следует установить, что по итогам размещения ценных бумаг у инвесторов не должна возникать обязанность направлять предложение о приобретении остальных ценных бумаг общества.

*В рамках инвестиционных способов размещения ценных бумаг нерационально задействовать антиинвестиционные способы защиты интересов тех акционеров, которые уклоняются от дополнительных инвестиций.*

Последовательно расширяется сфера применения описанного механизма поддержания сложившегося в обществе соотношения корпоративного контроля.

Первоначально он был ориентирован только на размещение акций по открытой подписке. При закрытой подписке эта проблема изначально до 1999 года вообще не регулировалась, в период с февраля 1999 года по декабрь 2001 года применялись компенсационные выплаты. Закон № 120-ФЗ распространил этот механизм и на закрытую подписку, снял ряд имевшихся ограничений (ст. 40 Закона об АО). Пре-

имущественным правом были наделены владельцы не только голосующих, но и привилегированных акций.

Препятствием для акционеров, намеревавшихся приобрести дополнительные акции, было условие об их оплате неденежными средствами. В редакции Закона об АО 1995 года акционеры могли пользоваться преимущественным правом только при денежной форме оплаты размещаемых акций. С 2002 года это ограничение снято. В современной практике решение о размещении акций, предусматривающее их неденежную оплату, предоставляет право их оплаты деньгами. При этом цена размещения акций лицам, имеющим преимущественное право их приобретения, при осуществлении ими такого права может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10 процентов (п. 2 ст. 36 и п. 2 ст. 38 Закона об АО).

Общество не правомочно приостанавливать или ограничивать это право уставом или решением общего собрания. Прежде общее собрание акционеров имело право принимать решение о приостановлении его действия на срок до года.

В рамках подписки эмитент первоначально делает оферту лицам, имеющим преимущественное право приобретения дополнительно размещаемых ценных бумаг. Только по завершении размещения акций этим лицам допустимо размещение акций участникам подписки. Названное обстоятельство позволяет применять тактики, направленные на снижение привлекательности преимущественного права приобретения дополнительных акций. Принимается решение об увеличении уставного капитала общества в значительной пропорции, что делает реализацию преимущественного права чрезмерно затратной. Большинство миноритариев отказываются от покупки причитающихся им дополнительных акций. Подведя итоги размещения акций лицам, имеющим преимущественное право их приобретения, участники закрытой подписки определяют, сколько следует купить ценных бумаг, чтобы достичь нужного им соотношения корпоративного контроля. По Закону об АО может быть размещена только часть зарегистрированного выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг. Принятие решения об увеличении уставного капитала в несколько раз не означает, что он фактически будет увеличен в таком масштабе.

### **Распределение акций среди учредителей акционерного общества**

Самостоятельным способом размещения эмиссионных ценных бумаг является «распределение акций среди учредителей акционерного общества, а в случае учреждения акционерного общества одним лицом — приобретение акций единственным учредителем» (п. 3.1.1 Стандартов). Это особый набор правил и процедур, регулирующих размещение акций при создании акционерного общества путем учреждения.

По экономической природе это инвестиционный способ размещения эмиссионных ценных бумаг, поскольку предусматривает передачу учредителем эмитенту встречного предоставления за размещаемые ему ценные бумаги.

По функциональному назначению он решает задачу формирования первоначального уставного капитала общества, создаваемого путем учреждения. Формируются его реальный и номинальный размер, а также структура.

С точки зрения влияния на основную функцию уставного капитала — установление объема инвестиционных корпоративных прав акционеров — это содержательный способ размещения, который формирует изначальное соотношение корпоративных прав акционеров.

По правовой природе это возмездные сделки — договоры. Учредители общества заключают между собой письменный договор о его создании, определяющий порядок осуществления ими совместной деятельности по учреждению общества, размер уставного капитала общества, категории и типы акций, подлежащих размещению среди учредителей, размер и порядок их оплаты, права и обязанности учредителей по созданию общества (п. 5 ст. 9 Закона об АО).

Данный способ размещения имеет ряд особенностей, отличающих его от других инвестиционных способов размещения акций. Ему присущи исключения из общих правил. Размещение акций осуществляется в день государственной регистрации акционерного общества до государственной регистрации их выпуска и оплаты (п. 3.1.1 Стандартов). Это порождает ряд проблем.

*Проблемы, возникающие при несвоевременной оплате размещенных акций.* Акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента государственной регистрации общества, если меньший срок не предусмотрен договором о создании общества (п. 1 ст. 34 Закона об АО).

Первоначальная концепция Закона об АО предусматривала необходимость оплатить не менее 50 процентов уставного капитала общества до его регистрации (п. 1 ст. 34 Закона об АО в ред. Федерального закона от 13 июня 1996 года № 65-ФЗ). Она исходила из того, что хозяйственное общество, вступая в гражданский оборот, должно иметь минимум имущества, которым оно гарантирует исполнение обязательств перед кредиторами. Однако такой подход создал трудности. Нельзя передать имущество несуществующему юридическому лицу. Если размещаемые акции предполагалось оплачивать деньгами, то эта проблема решалась с помощью следующего технического приема: один из учредителей открывал накопительный счет, на который переводились денежные средства. Наличие средств на данном счете рассматривалось как предварительная оплата уставного капитала создаваемого общества. После регистрации общества указанные денежные средства переводились на его расчетный счет. Трудности возникали при оплате акций неденежными средствами, в частности недвижимостью или оборудованием, которое должно быть закуплено и поставлено в течение года после регистрации общества. В описанном случае не было технической возможности предварительно аккумулировать в одной точке имущество, предназначенное для оплаты еще не размещенных акций, тем более что иностранные инвесторы были согласны закупать и поставлять оборудование только в случае успешной регистрации коммерческой организации. В итоге указанная норма Закона об АО породила достаточно формальные подходы. В одних ситуациях в качестве подтверждения предварительной оплаты уставного капитала рассматривался договор о создании общества, который предусматривал обязательства учредителей по передаче ими обществу неденежных активов. В других учре-

дители устанавливали минимальный размер уставного капитала, который оплачивался деньгами, а после регистрации общества производилось увеличение уставного капитала с оплатой его неденежными средствами<sup>14</sup>.

Суммы в десять или пятьдесят тысяч рублей вряд ли следует рассматривать как надежную гарантию прав кредиторов, тем более что денежные средства могли быть изъяты с расчетного счета сразу же после зачисления. Это еще раз наглядно продемонстрировало искусственность концепции, придающей уставному капиталу функцию определения минимального размера имущества общества. В 2001 году в Закон об АО были внесены изменения, согласно которым «акции общества, распределенные при его учреждении, должны быть полностью оплачены в течение года с момента государственной регистрации общества, если меньший срок не предусмотрен договором о создании общества» (п. 1 ст. 34 Закона об АО в редакции Закона № 120-ФЗ). Ушли в прошлое накопительные счета и акты передачи имущества несуществующим юридическим лицам.

Предусмотрен механизм промежуточного контроля оплаты размещенных акций: «не менее 50 процентов акций общества, распределенных при его учреждении, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации общества» (п. 1 ст. 34 Закона об АО).

Установлено, что до оплаты 50 процентов акций общества, распределенных среди его учредителей, общество не вправе совершать сделки, не связанные с учреждением общества (п. 3 ст. 2 Закона об АО). Осуществляя сделку с «новорожденным» обществом, следует помнить об угрозе признания ее недействительной. Вступая в деловые отношения с таким обществом, необходимо потребовать выписку из реестра и баланс, подтверждающие оплату не менее 50 процентов его уставного капитала. В противном случае общество, недобросовестно вступив в гражданский оборот, может потом предъявить иск о признании недействительными заключенных им сделок.

ВАС РФ относит к «сделкам, связанным с учреждением общества, помимо сделок по оплате распределенных среди учредителей акций.., сделки по приобретению (аренде) помещения для размещения общества, оборудования для офиса, заключению договора банковского счета и другие, не относящиеся непосредственно к коммерческой (производственно-хозяйственной) деятельности общества. Сделки, заключенные обществом в указанный период и не связанные с учреждением данного общества, могут быть признаны недействительными» (подп. 1 п. 7 постановления Пленума ВАС РФ от 18 ноября 2003 года № 19 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах», далее — постановление Пленума ВАС РФ № 19).

Появление в обороте частично оплаченных акций вызвало следующий вопрос: как быть, если размещенные акции так и не будут оплачены в сроки, установленные законом или договором о создании общества? Для этой ситуации предусмотрена специальная конструкция изъятия эмитентом неоплаченных ценных бумаг у их пер-

<sup>14</sup> С аналогичными проблемами сталкиваются общества с ограниченной ответственностью, для которых сохранилась норма о предварительной оплате уставного капитала до регистрации общества.



вых владельцев. В случае неполной оплаты акций в течение срока, установленного п. 1 ст. 34 Закона об АО, к обществу переходит право собственности на данные акции.

В связи с этим возникает и такой вопрос: что считать полной оплатой акций при приобретении их пакетов? Например, учредитель приобрел 100 акций и оплатил 60 процентов их стоимости. Следует ли считать, что он полностью оплатил 60 акций и может голосовать ими, а 40 ценных бумаг остаются неоплаченными, или он оплатил 60 процентов стоимости каждой приобретаемой акции и соответственно не может голосовать ни одной из них ввиду их неполной оплаты? Какое их количество перейдет к обществу при неисполнении учредителем обязанности по своевременной оплате пакета акций: 40 или 100?

Первоначальная редакция ст. 34 Закона об АО оставляла решение вопроса о порядке оплаты размещаемых акций на усмотрение учредителей. Они имели возможность в договоре о создании общества предусмотреть любой порядок: например, что каждый платеж предназначен для оплаты конкретного количества размещенных акций, для оплаты в соответствующей пропорции каждой из приобретенных акций.

В первом случае в результате каждого платежа полностью оплачивается определенное количество акций, а во втором — соответствующая часть каждой приобретенной акции. Разные подходы порождали и различные последствия, если учредитель своевременно не внес в оплату всю сумму, соответствующую цене размещения приобретенного им пакета акций. В одном случае изъятию подлежало то количество акций, цена размещения которых соответствует неоплаченной сумме. В другом — неоплаченными признаются все приобретенные акции и они подлежат изъятию. При этом не возвращаются средства, внесенные в оплату акций по истечении срока, установленного п. 1 ст. 34 Закона об АО.

Подавляющее число договоров о создании общества не определяло порядок оплаты акций, а в платежных поручениях в графе «назначение платежа» указывалось: «оплата уставного капитала» без какой-либо детализации. Это позволяло эмитенту при несвоевременной оплате приобретенных акций изымать у учредителя весь пакет приобретенных им акций, не возвращая внесенные им в счет его оплаты средства. Такой подход стал источником массовых злоупотреблений.

Так, был создан государственный холдинг, уставный капитал которого оплачивался Российской Федерацией акциями приватизированных машиностроительных заводов (способ приватизации — внесение акций, принадлежащих государству, в уставный капитал коммерческой организации). В срок, предусмотренный решением о создании общества, учредитель (Российская Федерация в лице уполномоченного органа) не полностью оплатил все приобретенные им акции в учрежденном обществе. В уставе общества специально было оговорено, что в таком случае все неоплаченные акции переходят в собственность эмитента.

Это позволило совету директоров общества изъять у учредителя все акции общества, а не только их неоплаченную часть, и распределить их по своему усмотрению. При этом не подлежали возврату средства, внесенные Российской Федерацией в счет оплаты акций (пакеты акций восемнадцати машиностроительных заводов).

Нередко складывались парадоксальные ситуации. В обществе два учредителя, которые предусмотрели чрезмерный по размеру уставный капитал и по взаимному согласию оплатили каждый свою часть в меньшем размере. В обществе не был предусмотрен совет директоров. Исполнительный директор, основываясь на положении ст. 34 Закона об АО, изъял у учредителей акции и распределил их в свою пользу.

Первоначальная редакция Закона об АО допускала возможность размещения частично оплаченных акций не только при учреждении общества, но и при размещении дополнительных акций. Изъятие несвоевременно оплаченных акций применялась и при подписках, что расширяло масштабы связанных с ним злоупотреблений.

С принятием Закона № 120-ФЗ многие положения Закона об АО, регулирующие порядок размещения дополнительных акций на возмездной основе, претерпели существенные изменения. Как отмечалось, при подписке стало действовать правило, согласно которому размещению подлежат только полностью оплаченные акции.

Проблема последствий несвоевременной оплаты размещенных акций осталась актуальной только для распределения акций среди учредителей общества. Но и в этом случае был существенно скорректирован механизм применения описанной «санкции». Законодательно было определено, что изымается только та часть акций, цена размещения которых соответствует неоплаченной сумме. Проблемы возврата средств больше нет, так как изъятию подлежит только та часть акций, за которую не вносились платежи.

Изъятие неоплаченных акций можно рассматривать как частичную одностороннюю реституцию в случае неисполнения одной из сторон существенного условия договора по размещению акций при учреждении общества.

Наряду со специальными «санкциями» допустимо применение традиционных мер ответственности за несвоевременную оплату размещенных акций — взыскание неустойки (штрафа, пени) за неисполнение обязанности по своевременной оплате акций. Применение этой меры ответственности может быть предусмотрено в договоре о создании общества.

В Законе об АО появилось словосочетание, ранее не встречавшееся в гражданском праве, а именно: «размещенные акции общества переходят *в его собственность*». Иногда задают вопрос: раз общество стало собственником акций, правомочно ли оно совершать с ними любые сделки, предусмотренные Законом об АО, в частности вносить в залог обеспечение собственных обязательств? Представляется, что нет. Законодатель, назвав право общества на поступившие в его распоряжение акции правом собственности, установил для них особый правовой режим. Во-первых, общество не может пользоваться этими акциями. Данные акции не голосуют, не учитываются при определении кворума на общих собраниях акционеров, дивиденд по ним не начисляется и не выплачивается. Во-вторых, общество ограничено распоряжается этими акциями. Закон об АО предоставляет полномочия только реализовать эти ценные бумаги в течение года с момента их приобретения и не допускает иных сделок с данными ценными бумагами. Таким образом, введена своеобразная конструкция «усеченного права собственности».

В постановлении Пленума ВАС РФ № 19 разъяснено это положение. В случае неполной оплаты акций учредителями в течение года с момента государственной регистрации общества (или в срок, предусмотренный договором о создании общества, который может быть менее года) право собственности на акции, цена размещения которых соответствует неуплаченной сумме, переходит к обществу.

Общество вправе осуществлять правомочия собственника в отношении указанных акций в пределах, установленных Законом об АО. Акции, право собственности на которые перешло к обществу, не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Общество обязано распорядиться этими акциями лишь способом, предусмотренным Законом об АО: реализовать их не позднее года после приобретения. В противном случае общество обязано принять решение об уменьшении своего уставного капитала с погашением соответствующих акций. Общество не вправе передавать находящиеся в его собственности акции в залог, отчуждать их безвозмездно или по цене более низкой, чем закреплена в Законе об АО (ниже рыночной стоимости). Сделки, заключенные обществом с нарушением указанных ограничений, являются ничтожными.

Если общество, не реализовавшее в установленный срок находящиеся в его собственности акции, не примет в разумный срок решение об уменьшении уставного капитала, оно может быть ликвидировано в судебном порядке по требованию органа, осуществляющего государственную регистрацию юридических лиц, либо иного государственного органа или органа местного самоуправления, которым федеральным законом предоставлено право на предъявление таких требований. Названные требования могут предъявляться в суд на основании п. 2 ст. 61 ГК РФ и п. 1 ст. 34 Закона об АО (подп. 3 п. 7 постановления Пленума ВАС РФ № 19).

Длительное время был неясен вопрос: учитываются или нет в определении кворума общего собрания акционеров не полностью оплаченные акции? Ответ на него дал ВАС РФ. Акция, принадлежащая учредителю, не предоставляет права голоса до момента ее полной оплаты, если иное не предусмотрено уставом общества. Если уставом общества учредителям предоставлено право голоса до момента полной оплаты акций, неоплаченные акции учитываются при определении кворума общего собрания акционеров, если такое право не предоставлено — не подлежат учету (подп. 2 п. 7 постановления Пленума ВАС РФ № 19).

### **Опцион эмитента и размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по нему**

Рассмотрим еще два способа размещения эмиссионных ценных бумаг:

- размещение по открытой или закрытой подписке опциона эмитента;
- размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента.

По экономической природе это инвестиционные способы размещения ценных бумаг, поскольку предусматривают передачу эмитенту встречного предоставления приобретателем за размещаемые ему ценные бумаги. Происходит прирост активов эмитента и его собственного капитала.

Размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента ведет к увеличению реального размера уставного капитала действующего общества. Это способ размещения дополнительных акций. По своему функциональному назначению он предназначен стимулировать определенную часть менеджмента (владельцев опционов) к обеспечению роста стоимости компании.

С точки зрения влияния на основную функцию уставного капитала — установление объема инвестиционных корпоративных прав акционеров, размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента — это содержательный способ размещения, поскольку ведет к перераспределению корпоративных прав акционеров.

По правовой природе это возмездные сделки — договоры.

Опцион — это финансовый инструмент, который удостоверяет право его владельца на получение в будущем базового актива по заранее определенной цене (в данном случае — акций эмитента). Если текущая рыночная стоимость базового актива окажется выше цены, зафиксированной в опционе, то экономическая выгода владельца опциона будет состоять в разнице между ценой исполнения опциона и текущей рыночной стоимостью базового актива.

Опцион как финансовый инструмент применяется для финансовых операций спекулятивного характера. Цель — заключить сделку и угадать цену на базовый актив в будущем. Опционы могут использоваться как инструмент долгосрочного стимулирования топ-менеджеров публичных компаний.

Всегда актуальна проблема выстраивания взаимосвязи между стратегией компании и мотивацией руководителей высшего звена, сближения интересов менеджеров и акционеров. Одним из возможных способов ее решения являются опционные программы на акции компании для вознаграждения топ-менеджеров в долгосрочной перспективе.

Согласно отечественному законодательству опцион эмитента — это особый вид ценной бумаги. Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. Опцион эмитента является именной ценной бумагой (ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг).

Он предназначается, прежде всего, для стимулирования менеджеров ОАО, чьи акции обращаются на организованном рынке (котируются). Если менеджмент будет эффективно управлять компанией, что выразится в приросте ее стоимости (росте стоимости ее акций), то менеджеры получат возможность приобрести по истечении определенного срока акции общества по цене ниже их текущей рыночной.

Решение о выпуске опционов эмитента может предусматривать ограничения их обращения. Например, правомерно указать, что опцион действует лишь до тех пор, пока его владелец работает в компании. Это позволит удержать высококвалифицированных специалистов. Допустимо также установить, что владелец опциона не правомочен передавать права на эту ценную бумагу третьим лицам.



Мировая практика предусматривает несколько способов исполнения обязательств по опционам на акции эмитента.

**Возмездные способы.** Опцион удостоверяет право его владельца на приобретение определенного количества акций эмитента по фиксированной цене (цена может выражаться абсолютной цифрой или формулой). Исполнение опциона происходит посредством заключения и исполнения возмездных сделок по приобретению дополнительных акций на заранее определенных условиях.

**Безвозмездные способы.** Опцион удостоверяет право его владельца на безвозмездное получение определенного количества акций эмитента. В данном случае ценная бумага одного вида аннулируется (опцион эмитента), а ее владельцу одновременно размещаются ценные бумаги другого вида — акции общества. Происходит безвозмездное замещение в обращении ценных бумаг одного вида ценными бумагами другого вида.

**Фантомные опционы.** Исполнение опциона состоит не в предоставлении его владельцу реальных ценных бумаг, а в выплате разницы в цене, зафиксированной в опционе, и текущей рыночной стоимостью ценных бумаг.

Российская корпоративная практика выбрала модель возмездного исполнения обязательств по опциону эмитента. Согласно отечественному законодательству опцион эмитента закрепляет право его владельца на покупку в предусмотренный в нем срок и/или при наступлении указанных в опционе обстоятельств определенного количества акций по заранее определенной цене. Причем на покупку акций, которые должны быть размещены дополнительно к уже размещенным. Исполнение обязательств по опциону эмитента — это один из инвестиционных способов увеличения реального размера уставного капитала акционерного общества.

На возмездный характер сделок во исполнение опциона эмитента указывает тот факт, что в условиях размещения опциона эмитента обязательно фиксируются цена оплаты акций, право на приобретение которых он дает, и срок их оплаты.

Приобретение дополнительных акций на условиях опциона — право владельца опциона, а не его обязанность. При размещении опциона эмитента устанавливается срок осуществления указанного права его владельца, в том числе срок или порядок определения срока, в течение которого владельцы опционов эмитента могут подать соответствующие заявления, срок и по-рядок оплаты дополнительных акций владельцем опциона (п. 6.1.5 Стан-дартов).

Однако в силу ряда субъективных причин этот инвестиционный (возмездный) способ размещения дополнительных акций был назван конвертацией. Очевидно, что по своей экономической природе и юридической форме данный способ размещения дополнительных акций принципиально отличается от конвертации как односторонней безвозмездной сделки, совершаемой по воле эмитента.

Размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента по своей экономической природе и функциональному назначению близко к закрытой подписке. Это возмездное размещение ценных бумаг среди заранее определенного круга инвесторов.

Однако есть особенности, отличающие размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента от их размещения по закрытой подписке.

Законодательно установлено, что при закрытой подписке цена размещения должна быть не ниже текущей рыночной стоимости ценных бумаг, а при размеще-

нии дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента цена размещения акций определяется заранее и не связана с их текущей рыночной стоимостью на момент размещения (как правило, она ниже).

При исполнении опциона эмитента его акции допустимо приобрести только на возмездной основе. Их цена складывается из двух составляющих:

- цены размещения опциона, которая не может быть ниже номинальной стоимости акций, право на приобретение которых предоставляет опцион (уплачивается при размещении опциона);
- цены приобретения акции, указанной в опционе, которая уплачивается в момент приобретения акции.

При закрытой подписке определенная часть акционеров имеет преимущественное право приобретения размещаемых акций. При размещении дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента у акционеров нет преимущественного права их приобретения (п. 6.1.6 Стандартов).

Действует специальное ограничение, препятствующее значительному размыванию доли акционеров в уставном капитале при исполнении опциона эмитента. Количество акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5 процентов акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента (ст. 27<sup>1</sup> Закона о рынке ценных бумаг).

Предусмотрены меры, направленные на защиту прав владельцев опционов. Эмитент не вправе принимать решения об изменении прав, предоставляемых акциями, право приобретения которых дает опцион. При отсутствии такого требования вероятно следующая ситуация: акционеры убеждают менеджеров приобрести опционы, которые дают право приобретения привилегированных акций, с установленным размером дивидендов. В дальнейшем принимается решение о снижении размера дивидендов по этим акциям. Разумеется, владельцы опционов скорее всего не приобрели бы их при таких условиях.

Как уже отмечалось, по функциональному назначению размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента предназначено стимулировать определенную часть менеджмента (владельцев опционов) обеспечивать рост стоимости компании. В этом случае интересы иных акционеров защищаются не специальными механизмами, а ростом курсовой стоимости акций. Если текущая рыночная стоимость акций не превысит цену, зафиксированную в опционе, его владельцы не будут его реализовывать (размещения дополнительных ценных бумаг не будет). Если рыночная стоимость акций возрастет, от этого выиграют все акционеры общества<sup>15</sup>.

Разработчики введенной Федеральным законом от 28 декабря 2002 года № 185-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке

---

<sup>15</sup> По оценкам аналитиков фондового рынка, западные инвестиционные фонды охотнее приобретают акции тех компаний, которые используют опционные программы в качестве средства стимулирования сотрудников. Инвесторы справедливо рассчитывают на повышение стоимости компании, выпускающей опционы, что обусловлено прямой заинтересованностью в этом ее ведущих менеджеров.

ценных бумаг» и о внесении дополнения в Федеральный закон «О некоммерческих организациях» редакции ст. 27<sup>1</sup> Закона о рынке ценных бумаг «Особенности эмиссии опционов эмитента» пытались имплементировать в российскую практику новый вид эмиссионных ценных бумаг и связанные с ним способы размещения эмиссионных ценных бумаг с минимальными технико-юридическими издержками. Чтобы не вносить значительные коррективы в Закон об АО и Закон о рынке ценных бумаг, они формально «привязали» эти способы размещения к уже упомянутым в этих законах.

Существует объективная потребность отделить порядок заключения и исполнения сделок по размещению дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента от сделок, осуществляемых по закрытой подписке. Вместо того чтобы установить еще один самостоятельный способ возмездного размещения дополнительных акций, его назвали конвертацией. Это такой же «законодательный ляп», как размещение акций за счет собственных средств общества назвать их размещением за счет имущества общества.

Как отмечалось, опцион — это финансовый инструмент, который может применяться для реализации различных задач, в том числе:

- спекулятивного размещения права на приобретение ценных бумаг в будущем, основанного на прогнозе динамики их цен (угаданы или нет цены исполнения опциона)<sup>16</sup>;
- долгосрочного стимулирования менеджмента к росту стоимости компании.

В отечественной корпоративной модели опцион эмитента рассматривается не столько в качестве средства долгосрочного стимулирования менеджмента, сколько как спекулятивный финансовый инструмент, ориентированный на любых инвесторов. Это проявилось в том, что размещение опционов эмитента осуществляется по открытой и закрытой подписке, что нивелирует их адресованность менеджменту общества.

Размещение опционов по открытой подписке лишает эмитента возможности предоставить его целевой группе топ-менеджеров.

Размещение опционов по закрытой подписке вносит элемент непредсказуемости в планы компании по внедрению опционной программы стимулирования и определению круга ее участников, поскольку у акционеров, голосовавших против решения о размещении опционов либо не участвовавших в голосовании, возникает преимущественное право их приобретения.

Эмитент, размещая опцион, принимает на себя обязательство в будущем эмитировать его базовый актив — свои акции — и продать их по фиксированной цене владельцу опциона. Существует значительный риск неисполнения этого обязательства. Решение о размещении дополнительных акций общества должен будет принять единогласно совет директоров в ином составе, чем тот, который выносил решение о размещении опциона эмитента. Высокий риск непринятия такого решения — соответ-

<sup>16</sup> Если цена исполнения опциона окажется ниже текущей рыночной стоимости акций, право на приобретение которых он дает, то владельцы опциона получают экономическую выгоду в виде разницы цен. Если цена исполнения опциона окажется выше текущей рыночной стоимости акций, то лица, которые приобрели опцион, откажутся от его исполнения и понесут убытки в размере стоимости приобретенного опциона.

ственно опцион может остаться без покрытия. Отечественное законодательство не предусматривает специальных механизмов защиты владельцев опционов от недобросовестных действий эмитента.

В силу указанных причин опцион эмитента оказался мало востребованной ценной бумагой — известны буквально единичные случаи его эмиссии. Для спекулятивных инвесторов это очень рискованный финансовый инструмент, а для целей стимулирования менеджмента к тому же сложный и ненадежный.

Крупные публичные российские компании в целях долгосрочного стимулирования менеджмента к росту стоимости компании пошли по иному пути. Общество, чьи акции котируются на рынке, учреждает «дочку», которая различными способами приобретает акции основного общества. Образуются квазиказначейские акции. Акции материнского общества принадлежат его «дочке», которую оно полностью контролирует. Между материнской компанией, ее менеджментом и «дочкой» заключается многосторонний договор, в соответствии с которым по истечении определенного периода или при наступлении события «дочка» должна предоставить менеджерам материнской компании акции основного общества безвозмездно или по фиксированной цене.

Данная схема не предполагает нескольких эмиссий ценных бумаг.

Исполнение договора гарантируется наличием у «дочки» акций материнского общества. В уставе «дочки» установлены запреты и/или ограничения на сделки с принадлежащими ей акциями материнской компании.

В договоре может быть предусмотрена существенная неустойка в случае ненадлежащего его исполнения.

Для того чтобы заработал опцион эмитента, нужно устранить следующие недостатки, допущенные отечественным законодателем.

Размещение опциона эмитента по подписке ориентировано на спекулятивных инвесторов. Следует предусмотреть наряду с открытой и закрытой подпиской специальный способ размещения опциона эмитента, который дает возможность предоставить его адресно менеджерам компании.

Целесообразно ввести специальную ответственность членов совета директоров и исполнительных органов за ненадлежащее исполнение обязательств, связанных с покрытием опциона (эмиссии дополнительных акций).

Если общество блокирует эмиссию дополнительного выпуска акций, надо предоставить владельцам опциона права на компенсацию, размер которой соответствует разнице между текущей стоимостью предназначаемых им акций и ценой их приобретения, зафиксированной в опционе.

Желательно устранить очевидный «законодательный ляп», согласно которому право на возмездное приобретение дополнительных акций характеризуется как конвертация. Следует с большей юридической проработкой внедрить в корпоративную практику особый способ возмездного размещения дополнительных акций среди определенного круга лиц, отличающийся от закрытой подписки, — размещение дополнительных акций во исполнение обязательств по опциону эмитента.



### **Глава III. Неинвестиционные способы размещения акций — основа формирования уставного капитала акционерных обществ, созданных в процессе реорганизации**

При создании юридического лица действует принцип: по чьей воле оно образуется, тот изначально и формирует его имущественную базу.

При учреждении оно создается волей учредителей, которые за свой счет формируют его имущественную основу. Инициаторы создания общества становятся его акционерами, приобретающими акции учрежденного ими общества, за счет которых они делают взносы в его имущество.

При реорганизации юридическое лицо возникает по воле юридического лица — правопреемника, который своим имуществом образует материальную базу своего правопреемника. Формирование имущества общества, созданного в результате реорганизации, и размещение его акций непосредственно друг с другом не связаны. Имущество общества образуется посредством объединения и/или деления активов его правопреемников и не зависит от размещения им ценных бумаг. На размещение акций (формирование уставного капитала) общества, созданного в процессе реорганизации, не влияют пропорции объединения или деления активов правопреемников.

Экономическая природа различных способов размещения акций при реорганизации акционерного общества тождественна природе таких неинвестиционных способов размещения ценных бумаг, как распределение дополнительных акций среди акционеров общества или увеличение номинальной стоимости акций за счет его собственных средств. Увеличение уставного капитала в реальном и номинальном выражении происходит за счет структурных трансформаций в составе собственных средств общества. Прибыль и/или добавочный капитал общества направляются на прирост его уставного капитала. Уставный капитал увеличивается, а имущество общества и его обязательства остаются неизменными.

При реорганизации применяется аналогичная по своей природе процедура, но только несколько модифицированная. Формирование уставного капитала общества-правопреемника происходит за счет собственных средств общества-правопреемника. Активы правопреемника не участвуют в этом процессе.

Прежде всего, задействована такая составляющая собственных средств общества-правопреемника, как его уставный капитал. Акции общества-правопреемника конвертируются в акции общества-правопреемника.

В случаях, когда коэффициент конвертации более единицы и/или номинальная стоимость акций общества-правопреемника превышает номинальную стоимость акций общества-правопреемника, для формирования уставного капитала общества-правопреемника используются дополнительные источники — прибыль и/или добавочный капитал обществ, участвующих в реорганизации.

Собственные средства обществ, участвующих в присоединении и слиянии (прибыль и/или добавочный капитал), передаются по передаточному акту обществу-правопреемнику.

При реорганизации в формах разделения и выделения часть собственных средств реорганизуемого общества передается по разделительному балансу обществу-правопреемнику.

«В пути» прибыль или добавочный капитал полностью или частично трансформируются в другую составляющую собственных средств правопреемника — его уставный капитал. То, что из точки «собственные средства правопреемника» вышло в качестве прибыли и/или добавочного капитала, в точку «собственные средства правопреемника» прибыло уже в качестве его уставного капитала.

Размещение акций при реорганизации акционерных обществ исключает возмездные сделки по их оплате. Лица, которые приобретают акции, не передают за них встречное предоставление. Дополнительные взносы и иные платежи за ценные бумаги, размещаемые при реорганизации юридического лица, а также связанные с таким размещением, не допускаются (п. 8.3.6 Стандартов).

Категорически нельзя согласиться с теми исследователями, которые, анализируя эмиссию, подчеркивают обязательный возмездный характер отношений, связанных с размещением акций.



К примеру, А. Рогов указывает, что «эмиссия ценных бумаг осуществляется на началах публичности и возмездности... Принцип возмездности заключается в обязательности возмездного размещения акций и иных эмиссионных ценных бумаг»<sup>17</sup>.

При некоторых формах реорганизации инициатор создания нового юридического лица прекращается (разделение, слияние, преобразование). Акции общества, образованного в результате реорганизации, размещаются не инициатору его создания, а иным лицам — участникам прекращенного юридического лица. Имущество общества сформировано за счет имущества прекращенного правопреемника, а акции размещены лицам, не участвовавшим в создании его активов<sup>18</sup>.

При всех формах реорганизации сумма активов, передаваемых по разделительному балансу или передаточному акту, не влияет на размер уставного капитала общества, созданного в результате реорганизации (на параметры увеличения уставного капитала общества-правопреемника при присоединении к нему другого общества). По разделительному балансу или передаточному акту можно передать активы на сотни миллионов рублей и при этом сформировать минимальный по размеру уставный капитал нового общества. Размер уставного капитала общества, появившегося в результате реорганизации другого юридического лица, не связан с размером активов, полученных им в порядке правопреемства.

К разряду очевидного недоразумения следует отнести утверждение о том, что уставный капитал общества, создаваемого путем реорганизации, формируется якобы за счет имущественных взносов общества-правопреемника.



Как отмечает Н. Псарева, уставный капитал формируется за счет имущества учредителей при создании общества в форме учреждения, а при реорганизации — за счет взносов реорганизуемого общества. Величина уставного капитала, сформированного

<sup>17</sup> Рогов А. С. Гражданско-правовое регулирование эмиссии акций: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. — Екатеринбург, 2002, с. 8.

<sup>18</sup> Это обстоятельство позволяет некоторым исследователям трактовать размещение акций общества-правопреемника акционерам прекращенного путем реорганизации общества как особую форму выплаты им ликвидационной квоты.

при создании общества любым способом, отражается в пассиве баланса этого общества и соответствует внесенному имуществу, которое отражается в активе баланса создаваемого общества в различных его статьях (имущественные и неимущественные ценности). При организации общества в форме учреждения взнос в его уставный капитал может быть осуществлен любым имуществом, которым учредители оплатили свою долю в уставном капитале. При реорганизации общества величина уставного капитала создаваемого общества также определяется стоимостью имущества, переданного по разделительному балансу<sup>19</sup>.

Если бы размер уставного капитала общества, образованного в результате реорганизации другого юридического лица, был равен сумме активов, полученных им в порядке правопреемства, то правопреемник был бы лишен возможности передать правопреемнику хотя бы часть своих обязательств. Актив баланса нового общества равен пассиву, который состоит только из его уставного капитала — в нем нет места для обязательств правопреемника. При таком допущении невозможны формы реорганизации, при которых общество-правопреемник прекращается и правопреемнику в порядке универсального правопреемства переходят не только все его права, но и обязательства.

При создании общества путем реорганизации другого юридического лица величина его уставного капитала определяется не стоимостью имущества, полученного им по разделительному балансу или передаточному акту, а размером собственных средств правопреемника, передаваемых правопреемнику.

Рассмотрим порядок формирования уставного капитала при отдельных формах реорганизации.

#### **Экономическая природа размещения акций при реорганизации в формах присоединения и слияния**

Существуют три базовые модели проведения реорганизации акционерного общества в форме присоединения.

Первая — присоединение зависимого общества, все акции которого принадлежат обществу, к которому осуществляется присоединение. В этом случае все акции присоединяемого общества погашаются. Это короткая модель присоединения без эмиссии и конвертации.

Вторая — с использованием казначейских акций общества, к которому осуществляется присоединение. Акции присоединяемого общества конвертируются в «свободные» казначейские акции общества-правопреемника. Это упрощенная модель без эмиссии дополнительных акций.

Третья — с эмиссией дополнительных акций общества, к которому осуществляется присоединение. Акции дополнительного (нового) выпуска общества-правопреемника размещаются посредством конвертации в них акций присоединяемого общества.

Первые две модели не предполагают эмиссии и соответственно размещения ценных бумаг.

---

<sup>19</sup> Псарева Н. Ю. Холдинговые отношения: теоретические и методические аспекты. — М., 2003, с. 181.

Для целей нашего анализа актуальна модель присоединения с эмиссией дополнительных акций общества, к которому осуществляется присоединение. Акции дополнительного (нового) выпуска общества-правопреемника размещаются путем конвертации в них акций присоединяемого общества.

В результате реорганизации все акции присоединенного общества аннулируются, но это порождает различные экономические последствия для владельцев ценных бумаг.

Уставный капитал присоединяемого общества можно разделить на две части: казначейские акции (собственные акции, принадлежащие обществу) и акции, находящиеся в обращении.

Акционеры присоединяемого общества, не поддержавшие решение о реорганизации и предъявившие требования о выкупе принадлежащих им акций, получили за выкупленные у них ценные бумаги деньги или иное имущество (компенсационные выплаты). Выкупленные обществом акции становятся казначейскими и погашаются в момент завершения реорганизации.

*Аннулирование акций с выдачей компенсации или возмещения.* Акционеры присоединяемого общества, поддержавшие решение о реорганизации и оставшиеся в обществе, конвертируют свои акции в акции общества-правопреемника. За аннулированные у них акции они получают акции общества, к которому осуществлено присоединение (возмещение за аннулированные акции).

*Погашение части акций присоединенного общества без какого-либо замещения или компенсации.* При погашении казначейских акций погашаются акции присоединяемого общества, принадлежащие обществу, к которому осуществлено присоединение. Если общество, к которому осуществляется присоединение, было акционером присоединяемого общества, то оно ничего не получает за аннулированные финансовые вложения.

Общество, к которому осуществляется присоединение, наряду с решением о реорганизации принимает также решения, связанные с увеличением его уставного капитала путем размещения дополнительных акций.

Акции присоединяемого общества конвертируются в дополнительно размещаемые акции общества, к которому осуществляется присоединение.

Определенная специфика характерна для перекрестного владения акциями обществами, участвующими в реорганизации. Согласно п. 4 ст. 17 Закона об АО при присоединении погашаются акции, принадлежащие присоединяемому обществу в уставном капитале общества, к которому осуществляется присоединение, если это предусмотрено договором о присоединении. Такую возможность используют для перераспределения корпоративного контроля за счет уменьшения уставного капитала реорганизуемого общества.

Уставный капитал общества, к которому осуществляется присоединение (ОАО «ВАЗ»), до принятия решения о его реорганизации имел следующую структуру<sup>20</sup>:

- мажоритарий (ОАО «Тройка Диалог») — 45 процентов;

<sup>20</sup> В данном примере приведены условные цифры.

- акции, принадлежащие присоединяемому обществу (ОАО «AVVA»), — 35 процентов;

- миноритарии — 20 процентов.

При этом ОАО «ВАЗ» было основным акционером ОАО «AVVA» (ситуация перекрестного владения акциями).

Мажоритарный акционер инициировал реорганизацию ОАО «ВАЗ» в форме присоединения к нему «дочки» — ОАО «AVVA», которая владела 35 процентами акций общества, к которому осуществлялось присоединение.

Мажоритарный акционер ОАО «ВАЗ» совместно с зависимым обществом, находящимся под контролем менеджмента основного общества, распоряжался 80 процентами голосов, что обеспечивало принятие решения о реорганизации.

Договором о присоединении было предусмотрено погашение акций ОАО «ВАЗ», принадлежащих ОАО «AVVA».

Акции ОАО «AVVA», принадлежащие ОАО «ВАЗ», конвертировались в казначейские акции ОАО «ВАЗ», которые составили 12 процентов уставного капитала.

Для конвертации акций иных акционеров присоединяемого общества ОАО «ВАЗ» осуществило дополнительный выпуск в размере 20 процентов уставного капитала.

Число дополнительно размещенных акций было меньше числа аннулированных акций — в итоге это привело к уменьшению уставного капитала реорганизуемого общества.

Уставный капитал реорганизованного общества (ОАО «ВАЗ») после завершения реорганизации приобрел следующую структуру:

- мажоритарий — 53 процента;
- миноритарии — 35 процентов;
- казначейские акции — 12 процентов.

За счет перевода части размещенных акций в разряд неголосующих (образование казначейских акций) соотношение голосующих акций стало следующим:

- мажоритарий — 60 процентов;
- миноритарии — 40 процентов.

Мажоритарный акционер, не осуществляя инвестиций, повысил свою долю в голосующих акциях (объем корпоративного контроля) с 45 до 60 процентов. Это было достигнуто путем:

- уменьшения общего количества размещенных акций;
- перевода части голосующих акций в разряд неголосующих (образование казначейских акций).

Увеличение реального и номинального размера уставного капитала акционерного общества, к которому осуществлено присоединение, осуществляется за счет следующих источников:

- уставного капитала присоединенного общества;
- иных собственных средств присоединенного общества (добавочного капитала и/или прибыли);

- собственных средств акционерного общества, к которому произведено присоединение (добавочного капитала и/или прибыли)<sup>21</sup>.

Выбор источников увеличения уставного капитала зависит от следующих факторов:

- коэффициентов конвертации;
- соотношения номинальной стоимости акций присоединяемого общества и общества, к которому осуществляется присоединение.

Если коэффициент конвертации меньше или равен единице (число размещаемых акций не превышает количество аннулированных), то увеличение уставного капитала общества, к которому осуществляется присоединение, происходит за счет уставного капитала присоединенного общества (конвертации его акций).

Если коэффициент конвертации более единицы (число размещаемых акций превышает количество аннулированных), то в качестве дополнительного источника формирования уставного капитала общества, к которому осуществляется присоединение, задействуются другие составляющие собственных средств (прибыль и/или добавочный капитал) присоединенного общества и/или общества, к которому происходит присоединение.

Если номинальная стоимость акций общества, к которому осуществляется присоединение, больше номинальной стоимости акций присоединяемого общества, то в качестве дополнительного источника формирования уставного капитала общества-правопреемника могут быть задействованы собственные средства (прибыль и/или добавочный капитал) как присоединяемого общества, так и общества, к которому производится присоединение.

Сумма активов, передаваемых по передаточному акту, не влияет на параметры увеличения уставного капитала общества-правопреемника.

Размещение акций при реорганизации в форме слияния происходит по тем же алгоритмам, что и при реорганизации в форме присоединения. Уставный капитал акционерного общества, созданного в результате слияния, формируется за счет уставного капитала и/или за счет иных собственных средств (добавочного капитала, прибыли) акционерных обществ, реорганизованных путем такого слияния (п. 8.3.10 Стандартов).

#### **Экономическая природа способов размещения акций при реорганизации в форме выделения**

Выделение — наиболее сложная в эмиссионном аспекте форма реорганизации, которая допускает при формировании уставного капитала выделяемого общества использование нескольких способов размещения акций (п. 3 ст. 19 Закона об АО):

- конвертация акций общества, из которого осуществляется выделение;
- распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизуемого общества;
- приобретение акций выделенного общества самим реорганизуемым обществом.

---

<sup>21</sup> Сумма увеличения уставного капитала акционерного общества, к которому осуществлено присоединение, формируется за счет уставного капитала присоединенного акционерного общества и/или за счет иных собственных средств (в том числе за счет добавочного капитала, нераспределенной прибыли и других) акционерного общества, к которому осуществлено присоединение, и/или присоединенного акционерного общества (п. 8.3.10 Стандартов).

Реорганизация обеспечивает участникам хозяйственного оборота возможность многообразного, гибкого структурирования активов, обязательств и состава участников юридических лиц. При ее осуществлении применима любая комбинация способов размещения, которая позволяет максимально эффективно реализовать указанное структурирование. При реорганизации в форме выделения допускается сочетание перечисленных способов размещения акций, что предполагает шесть возможных моделей ее проведения — три базовых, основанных на использовании одного из возможных способов размещения и защитной тактики, и три производных, построенных на сочетании различных способов размещения.

Следует иметь в виду два аспекта сочетания способов размещения акций при реорганизации в форме выделения:

- применение нескольких способов при размещении акций одного выделенного общества;
- выделение из одного общества нескольких и использование для каждого из них различных способов размещения акций.

Уставный капитал акционерного общества, созданного в результате выделения, формируется за счет следующих источников:

- уменьшения уставного капитала общества, из которого осуществлено выделение;
- иных собственных средств общества, из которого осуществлено выделение (п. 8.3.10 Стандартов, п. 3.8 Инструкции № 128-И).

Выбор источников формирования уставного капитала зависит от следующих факторов:

- коэффициента конвертации;
- соотношения номинальной стоимости акций общества, из которого осуществляется выделение, и акций выделяемого общества;
- применяемого способа размещения акций.

Формирование уставного капитала акционерного общества, созданного в результате выделения *за счет уменьшения уставного капитала акционерного общества, из которого осуществлено выделение*, происходит при конвертации акций реорганизуемого общества в акции выделяемого общества. Акции, подлежащие конвертации, аннулируются, что ведет к уменьшению уставного капитала общества, из которого осуществляется выделение (п. 8.3.8 Стандартов).

Если коэффициент конвертации меньше или равен единице (число размещаемых акций не превышает количество аннулированных), то формирование уставного капитала выделяемого общества осуществляется за счет уставного капитала реорганизуемого общества (конвертации его акций).

Если коэффициент конвертации более единицы (число размещаемых акций превышает количество аннулированных), то в качестве дополнительного источника формирования уставного капитала выделяемого общества задействуются другие составляющие собственных средств общества, из которого происходит выделение. Его прибыль и/или добавочный капитал по разделительному балансу передаются

созданному обществу и в составе его собственных средств сразу трансформируются в его уставный капитал.

Если номинальная стоимость акций выделяемого общества больше номинальной стоимости акций общества, из которого производится выделение, то в качестве дополнительного источника формирования уставного капитала общества-правопреемника могут быть задействованы иные собственные средства (прибыль и/или добавочный капитал) общества, из которого происходит выделение.

Гипотетически действия по формированию уставного капитала общества, созданного в результате выделения или разделения, осуществляются в такой последовательности.

Первый этап. Уставный капитал созданного в результате реорганизации общества формируется за счет конвертации акций реорганизуемого общества.

Прибыль и добавочный капитал реорганизуемого общества по передаточному акту «поступают» в прибыль и добавочный капитал созданного общества-правопреемника.

Второй этап. Созданное общество увеличивает уставный капитал за счет собственных средств (прибыли и/или добавочного капитала). Данное увеличение может осуществляться путем распределения акционерам дополнительных акций или увеличения номинальной стоимости акций.

Корпоративная практика оптимизировала эту последовательность. Прибыль и добавочный капитал реорганизуемого общества сразу трансформируются в уставный капитал созданного общества. Упразднен этап последующего увеличения уставного капитала созданного общества за счет его собственных средств.

Аналогичная ситуация при реорганизации в форме разделения. Все акции реорганизуемого общества, подлежащие конвертации, аннулируются, что ведет к аннулированию уставного капитала общества, из которого осуществляется разделение.

Если коэффициент конвертации меньше или равен единице (число размещаемых акций не превышает количество аннулированных), то формирование уставных капиталов создаваемых обществ осуществляется за счет уставного капитала реорганизуемого общества (конвертации его акций).

Если коэффициент конвертации более единицы (количество размещаемых акций превышает количество аннулированных), то в качестве дополнительного источника формирования уставных капиталов создаваемых обществ задействуются другие составляющие собственных средств общества, из которого осуществляется разделение. Его прибыль и/или добавочный капитал по разделительному балансу передаются созданному обществу и в составе его собственных средств трансформируются в его уставный капитал.

Сумма уставных капиталов акционерных обществ, созданных в результате разделения, может быть больше (меньше) уставного капитала акционерного общества, реорганизованного путем такого разделения (п. 8.3.10 Стандартов). Это зависит от двух факторов:

- коэффициентов конвертации;



- соотношения номинальной стоимости акций реорганизуемого общества и акций создаваемых обществ.

При реорганизации акционерного общества в форме выделения наряду с конвертацией могут использоваться еще два способа размещения акций:

- *распределение акций выделенного общества среди акционеров общества, из которого осуществляется выделение;*
- *приобретение акций выделенного общества самим реорганизуемым обществом.*

Эти способы размещения однородны по своей экономической природе. Собственные средства общества, из которого происходит выделение, по разделительному балансу передаются выделяемому обществу. В составе собственных средств выделенного общества они трансформируются в его уставный капитал.

Когда акции выделенного общества распределяются среди акционеров реорганизованного, последние не совершают сделок по их оплате. Они не делают взносов в имущество выделенного общества за размещаемые им ценные бумаги. Это безвозмездное приобретение ценных бумаг.

Аналогичная по экономическому содержанию ситуация при приобретении акций выделенного общества самим реорганизованным обществом-правопреемником. Количество и стоимость акций, которые размещаются реорганизованному обществу, зависят не от стоимости активов, которые оно передало выделенному обществу в порядке правопреемства, а от суммы переданных ему собственных средств (прибыли и/или добавочного капитала).

Все способы размещения акций при реорганизации в формах выделения и раздела имеют единую экономическую природу. В их основе лежит передача по разделительному балансу собственных средств реорганизуемого общества созданному обществу и их трансформация в уставный капитал этого общества. Это неинвестиционные способы размещения акций, неинвестиционная природа которых проявляется в том, что размещение акций созданного общества (его уставный капитал) не связано с размером передаваемых ему в порядке правопреемства активов<sup>22</sup>.

### **Функциональное назначение способов размещения акций при реорганизации в форме выделения**

---

<sup>22</sup> В этом отношении представляются «экзотическими» некоторые рекомендации по отражению в бухгалтерском учете операций, связанных с реорганизацией. «В случае, если по решению учредителей передача прав на имущество, используемое для формирования уставного капитала выделяемой организации, производится в качестве взноса в уставный капитал выделяемой организации без изменения уставного капитала реорганизуемой организации, то такая передача имущества отражается в бухгалтерской отчетности у реорганизуемой организации как финансовые вложения, а у выделяемой организации — как взнос в уставный капитал» (п. 39 Методических указаний по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций, утвержденных приказом Минфина России от 20 мая 2003 года № 44н).

Имеются в виду модели реорганизации в форме выделения без конвертации акций (распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизуемого общества и приобретение акций выделенного общества самим реорганизуемым обществом). Данные рекомендации противоречат очевидным фактам и прямым указаниям нормативных актов, призванных специально регулировать порядок формирования уставного капитала акционерного общества при различных формах реорганизации.

Эти нормативные акты однозначно указывают, что уставный капитал выделяемого общества формируется не за счет каких-либо имущественных вкладов, а посредством передачи обществу-правопреемнику части собственных средств общества-правопреемника. Следует обратить внимание специалистов Минфина России, что они описали хозяйственные операции, не существующие в действительности.

Несмотря на экономическую однородность перечисленные способы размещения акций при реорганизации в форме выделения призваны обеспечивать достижение различных комбинаций структурирования активов, обязательств и состава участников юридических лиц. Будучи однородными по своей экономической природе, они различаются функциональным назначением.

*Конвертация — это универсальный способ размещения акций при реорганизации в форме выделения, который позволяет осуществлять максимальное число комбинаций структурирования активов, обязательств и состава участников реорганизуемого и создаваемых обществ.* Проиллюстрирую это примерами.

Три акционера приобрели более 90 процентов акций ОАО «Гортранс». Затем они приняли решение о разделе бизнеса, при этом каждый занимался своим направлением (межгородские перевозки, станция технического обслуживания, пансионат). Общее собрание акционеров ОАО «Гортранс» приняло решение о реорганизации общества в форме выделения из него трех обществ, в каждое из которых по разделительному балансу передано определенное направление бизнеса. Акционер «А» конвертировал все свои акции в ОАО «Межгородские перевозки», акционер «Б» — в ОАО «Станция технического обслуживания», а акционер «В» — в ОАО «Пансионат».

Мажоритарные акционеры посредством конвертации своих акций покинули «обескровленное» ОАО «Гортранс».

Миноритарии ОАО «Гортранс», которые не поддержали решение о реорганизации, но при этом не предъявили требования о выкупе принадлежащих им акций, получили акции каждого выделенного общества пропорционально количеству акций, которое они имели в реорганизованном обществе. В дальнейшем мажоритарии каждого созданного общества вытеснили миноритариев по правилам главы XI<sup>1</sup> Закона об АО, превадив эти общества в компании одного лица.

Миноритарии ОАО «Гортранс» сознательно не предъявляли требования о выкупе принадлежащих им акций, а дополнительно получили акции каждого выделенного общества. Рыночная цена пакетов акций в трех выделенных обществах была выше выкупной цены их пакетов акций в реорганизуемом обществе. Кроме того, они получили ликвидационные квоты при ликвидации ОАО «Гортранс».

\* \* \*

АО «Прибор» создано в процессе реорганизации. Менеджмент аккумулировал 49 процентов его акций, а 51 процент был выставлен государством на аукцион, где его приобрел внешний инвестор. Между двумя группами акционеров сложилась конфликтная ситуация. Менеджмент (представители инженерных специальностей) прикладывал усилия к производству традиционной продукции — приборов. Внешний инвестор был ориентирован на создание альтернативного бизнеса, более перспективного в части получения доходов в относительно короткий период. В итоге стороны договорились о разделе бизнеса.

ОАО «Прибор» имело производственные площади в промышленной зоне и офисное здание в центре города. Было принято решение о реорганизации ОАО «Прибор» в форме выделения из него ОАО «Бизнес-центр», которому по разделительному балансу передавалось офисное здание. В соответствии с решением о реорганизации была предусмотрена конвертация акций акционера — внешнего инвестора (владельца 51 процента акций). Была проведена оценка рыночной стоимости акций общества и его активов. Стоимость офисного здания превышала текущую стоимость пакета конвертируемых акций. В целях соблюдения экономической справедливости выделенному обществу

ву была передана большая часть обязательств реорганизуемого общества (обязательства по кредиту, использованному для развития производства приборов).

Распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизуемого общества позволяет осуществить раздел (дробление) бизнеса с сохранением состава его участников.

Допускаются две схемы применения этого способа размещения ценных бумаг (п. 8.7.2 Стандартов).

Согласно первой распределение акций выделенного общества может осуществляться среди всех акционеров реорганизуемого общества — владельцев акций одной категории (типа).

Согласно второй акции выделенного общества распределяются среди акционеров реорганизуемого общества — владельцев акций одной категории (типа), голосовавших против или не принимавших участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества. Данный случай не имеет самостоятельного значения и применяется в качестве механизма защиты интересов тех акционеров, которые не поддерживают решение о реорганизации в форме выделения.

Распределение акций выделенного общества среди всех акционеров реорганизованного общества допустимо представить как частный случай конвертации, в которой участвуют все акционеры общества, из которого осуществляется выделение.

Гипотетически события могут разворачиваться по следующему сценарию.

Сначала осуществляется увеличение уставного капитала общества, из которого планируется выделение. Дополнительные акции размещаются среди акционеров общества за счет его собственных средств, то есть часть прибыли и/или добавочного капитала общества трансформируется в дополнительные акции.

На следующем этапе эти дополнительно размещенные акции конвертируются в акции выделенного общества.

В итоге акционеры общества, реорганизованного в форме выделения, сохранили в нем исходное количество принадлежащих им акций и дополнительно получили акции выделенного общества.

В данном случае применялась конвертация как такой способ размещения акций, в котором участвовали все акционеры реорганизованного общества. Эта траектория движения предполагает сначала увеличение уставного капитала общества, реорганизуемого в форме выделения, а затем конвертацию дополнительно размещенных акций в акции выделенного общества.

Если структурирование бизнеса посредством его разделения на несколько юридических лиц не связано с изменением состава их участников, корпоративная практика выработала более короткий путь движения к этой цели. Упразднен этап увеличения уставного капитала общества, из которого осуществляется выделение, за счет его собственных средств. Часть собственных средств реорганизуемого общества в порядке правопреемства передается выделенному обществу и в составе уже собственного капитала трансформируется в уставный капитал созданного общества. Акции выделенного общества размещаются всем акционерам общества, из которого произошло выделение. Бизнес дробится, но при этом остаются неизменными состав

акционеров выделенного и реорганизованного обществ и соотношение принадлежащих акционерам акций в каждом из обществ.

Данный способ размещения акций может привести к изменению состава участников выделенного общества по сравнению с реорганизованным. Согласно Стандартам распределение акций выделенного общества осуществляется среди всех акционеров реорганизуемого общества — владельцев акций одной категории (типа). Допустима ситуация, когда акции выделенного общества распределены не всем акционерам реорганизованного общества, а только владельцам акций определенных категорий (типов). Однако это возможно только при условии, что все акционеры — владельцы акций других категорий (типов) поддержат такое решение. В противном случае им будут размещены акции выделенного общества соответствующей категории (типа).

При распределении не происходит аннулирования акций реорганизуемого общества, но снижается их рыночная стоимость в пропорции, в которой делятся чистые активы реорганизованного и выделенного обществ. Распределение акций выделенного общества акционерам реорганизованного может рассматриваться как компенсация за снижение рыночной стоимости принадлежащих им акций.



Можно согласиться со следующей характеристикой, данной А. Габовым: «Распределение акций (при реорганизации) представляет способ размещения акций, предполагающий безвозмездное безоговорочное получение акционерами акций нового выпуска того же общества (акций общества, созданного в результате выделения) такой же или иной категории (типа) без погашения принадлежащих им акций этого же общества (реорганизуемого общества).

По своей природе распределение не сильно отличается от конвертации»<sup>23</sup>.

Как правило, этот способ размещения применяется при наличии определенных внешних ограничений, которые либо прямо предписывают, или косвенно вынуждают сохранять состав участников реорганизуемого и выделяемого обществ.

В 2009 году была проведена реорганизация ОАО «Владивосток Авиа» в форме выделения из него ОАО «Международный аэропорт Владивосток». Мотивы данной реорганизации лежали в большей степени в политической, нежели экономической, сфере. На государственном уровне было принято решение о масштабной реконструкции основного аэропорта Приморского края за счет государственных инвестиций. Цель реорганизации — отделить аэропорт и связанные с ним службы от авиаперевозчика, укомплектовать выделенное общество новым менеджментом, который будет решать задачу его реконструкции. Российская Федерация — инициатор данной реорганизации, основной акционер ОАО «Владивосток Авиа», ей принадлежат 53 процента акций. Для принятия решения о реорганизации требуется большинство в три четверти голосов владельцев голосующих акций, участвующих в собрании. Для того чтобы остальные акционеры поддержали данное решение, был предложен «социально однородный» вариант распределения акций выделенного общества среди акционеров реорганизуемого пропорционально количеству акций соответствующей категории (типа) в уставном капитале реорганизуемого общества. Акционеры ОАО «Владивосток Авиа» остались акционерами этой компании (за исключением тех, кто предъявил требование о выкупе своих акций) и в качестве компенсации за снижение рыночной стоимости принадлежащих им

<sup>23</sup> Габов А. Способы размещения акций при реорганизации // Предпринимательское право, 2008, № 4.

ценных бумаг получили акции ОАО «Международный аэропорт Владивосток». Данная реорганизация преследовала цель разделить бизнес по направлениям и подчинить эти направления различным командам менеджеров, но при этом не менять состав акционеров реорганизованного и выделенного обществ.

\* \* \*

При реорганизации РАО «Единая энергетическая система России» законодательно были установлены два исключения из общих правил реорганизации. Было уменьшено количество голосов, необходимое для принятия решения о реорганизации (простое большинство голосов), и предусмотрен только один способ размещения акций при реорганизации в форме выделения — «распределение акций создаваемых при реорганизации акционерных обществ среди акционеров реорганизуемых обществ пропорционально их доле в уставных капиталах реорганизуемых обществ»<sup>24</sup>.

Первое исключение было сделано для создания упрощенной процедуры проведения реорганизации, а второе — для обеспечения максимально равных условий участия всех акционеров РАО «ЕЭС России» во всех создаваемых обществах (бизнес дробился, а состав акционеров не менялся).

Конвертация акций и распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизованного имеют компенсационную природу. Акции, получаемые взамен конвертируемых или дополнительно к имеющимся ценным бумагам, можно рассматривать как компенсацию за уменьшение суммы финансовых вложений в реорганизованное общество. Из такого понимания исходит Налоговый кодекс РФ, определяя правила налогового учета ценных бумаг, размещаемых при данных формах реорганизации.

В случае реорганизации в форме выделения, разделения, предусматривающей конвертацию или распределение акций вновь создаваемых организаций среди акционеров реорганизуемой организации, совокупная стоимость полученных акционером в результате реорганизации акций каждой из созданных организаций и реорганизованной организации признается равной стоимости принадлежавших акционеру акций реорганизуемой организации, определяемой по данным налогового учета акционера.

$$A_{\text{п}} + A_{\text{о}} = A, \text{ где:}$$

$A_{\text{п}}$  — стоимость акций, полученных акционером в выделенном обществе;

$A_{\text{о}}$  — стоимость акций, оставшихся у акционера в реорганизованном обществе после завершения реорганизации;

$A$  — стоимость акций, принадлежавших акционеру в реорганизуемом обществе до начала его реорганизации.

Суммарная стоимость финансовых вложений акционера в акции реорганизованного и выделенного обществ остается неизменной, такой какой она была до реорга-

<sup>24</sup> Принимаемые в соответствии с настоящей статьей простым большинством голосов участников голосования решения о порядке распределения акций при реорганизации (в форме разделения или выделения) акционерных обществ энергетики и электрификации должны предусматривать распределение акций создаваемых при реорганизации акционерных обществ среди акционеров реорганизуемых обществ пропорционально их доле в уставных капиталах реорганизуемых обществ (ст. 4 Федерального закона от 26 марта 2003 года № 36-ФЗ «Об особенностях функционирования электроэнергетики в переходный период и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу некоторых законодательных актов Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «Об электроэнергетике»).

низации. Данная стоимость финансовых вложений распределяется по акциям нового и старого эмитентов. Деление финансовых вложений на акции нового и старого эмитентов происходит пропорционально делению между ними чистых активов реорганизованного общества.

Стоимость акций каждой вновь созданной и реорганизованной организаций, полученных акционером в результате реорганизации, определяется в следующем порядке.

Стоимость акций каждой вновь создаваемой организации признается равной части стоимости принадлежащих акционеру акций реорганизуемой организации, пропорциональной отношению стоимости чистых активов созданной организации к стоимости чистых активов реорганизуемой организации.

Стоимость чистых активов реорганизуемой и вновь созданной организаций определяется по данным разделительного баланса на дату его утверждения акционерами в установленном порядке.

$$A_{\text{п}} = A \times \frac{\text{ЧА}_{\text{н}}}{\text{ЧА}_{\text{пр}}}, \text{ где:}$$

$\text{ЧА}_{\text{н}}$  — чистые активы выделенного общества (правопреемника);

$\text{ЧА}_{\text{пр}}$  — чистые активы реорганизуемого общества (правопредшественника) до начала реорганизации.

Стоимость акций реорганизуемой организации (реорганизованной после завершения реорганизации), принадлежащих акционеру, определяется как разница между стоимостью приобретения им акций реорганизуемой организации и стоимостью акций всех вновь созданных организаций, принадлежащих этому акционеру (п. 5 ст. 277 НК РФ):

$$A_{\text{о}} = A - A_{\text{п}}$$

Для целей оценки финансовые вложения разделяются на две группы:

- финансовые вложения, по которым можно определить текущую рыночную стоимость в порядке, установленном Положением по бухгалтерскому учету «Учет финансовых вложений» ПБУ 19/02, утвержденным приказом Минфина России от 10 декабря 2002 года № 126н (далее — ПБУ 19/02);
- финансовые вложения, по которым их текущая рыночная стоимость не определяется (п. 19 ПБУ 19/02).

Вариант 1. Рыночная стоимость финансовых вложений реорганизуемой компании не определяется. Совокупная балансовая стоимость финансовых вложений в акции выделенного и реорганизованного обществ соответствует первоначальной стоимости финансовых вложений в акции реорганизуемого общества до проведения реорганизации.

Вариант 2. Акции реорганизованного общества отражались в бухгалтерском учете по их текущей рыночной стоимости. Совокупная балансовая стоимость финансовых вложений в акции выделенного и реорганизованного обществ равна рыночной оценке акций реорганизуемого общества на последнюю дату их оценки до реоргани-

зации. Переоценка рыночной стоимости акций проводится ежемесячно или ежеквартально, что устанавливается в учетной политике (п. 20 ПБУ 19/02).

Приобретение акций выделенного общества самим реорганизованным обществом позволяет обособить как часть активов, так и обязательств при сохранении контроля над обособленными активами со стороны общества, из которого произошло выделение.

Данная модель реорганизации в форме выделения противостоит учреждению стопроцентной «дочки». В обоих случаях появляется дочернее общество, все акции которого принадлежат основному обществу. Однако эти способы создания юридического лица имеют различные экономические последствия.

При учреждении из имущественного комплекса учредителя отчуждаются только его активы, а при реорганизации в порядке правопреемства вместе с активами могут передаваться и обязательства.

Указанное обстоятельство в ряде случаев делает привлекательной модель реорганизации в форме выделения, когда все акции выделенного общества приобретает само реорганизованное общество. Одним из мотивов использования данной модели реорганизации является выдел «инородного тела» вместе с порожденным им долгом. В состав имущественного комплекса общества могут попасть активы, эксплуатация которых порождает обязательства, непосредственно не связанные с деятельностью общества. С одной стороны, необходимо вывести этот актив из имущества общества, а с другой — сохранить контроль над ним.

Обратимся к примеру ОАО «Купавна». До преобразования в АО фабрика изготавливала шинели для высшего офицерского состава, а после приватизации стала шить шерстяные мужские пальто. В составе фабрики имеется котельная, которая вырабатывает пар и горячую воду как для своих производственных нужд, так и для коммунальной службы поселка Купавна. Фабрика закупает газ у «Мособлгаза». В какой-то момент поселковая коммунальная служба оказалась не в состоянии оплачивать получаемую горячую воду, в связи с чем у фабрики возникли финансовые проблемы.

Было принято решение создать на базе котельной самостоятельное юридическое лицо — ЗАО «Тепловик», которое будет заключать договоры с «Мособлгазом», ОАО «Купавна» и коммунальной службой. В случае возникновения задолженности за газ (как правило, по вине коммунальной службы) поставщик газа станет взыскивать долг не с ОАО «Купавна», а с ЗАО «Тепловик».

Анализировались два варианта создания на базе котельной самостоятельного юридического лица. Первый — учредить, второй — выделить. Учреждение проще в организационном, финансовом и юридическом аспектах. Однако при учреждении из имущественного комплекса общества отчуждаются только его активы, а при реорганизации в порядке правопреемства вместе с активами могут передаваться и обязательства.

ОАО «Купавна» было заинтересовано не только в обособлении «инородного» тела, порождающего долги, но и в передаче создаваемому юридическому лицу долга за газ, возникшего по вине коммунальной службы, вместе с правом требования к коммунальной службе. ОАО «Купавна», выделив котельную, естественно, хотело сохранить контроль над ней.

Была выбрана модель реорганизации общества в форме выделения, при которой все акции выделенного общества приобрело само реорганизуемое. ОАО «Купавна» создало

сто процентную «дочку» — ЗАО «Тепловик», которому были переданы котельная, права требования к коммунальной службе и долг за газ.

\* \* \*

Аналогичная ситуация сложилась с ОАО «Склад кожгалантереи» (г. Самара). В результате приватизации в имущественный комплекс общества попала трансформаторная подстанция. Подстанция является собственностью ОАО «Склад кожгалантереи», однако от нее получают электроэнергию еще два потребителя — техникум и училище, которые были не в состоянии оплачивать потребляемое ими электричество. Горэнергобыт взыскивал всю сумму с ОАО «Склад кожгалантереи».

В данном случае также была выбрана модель реорганизации общества в форме выделения: все акции выделенного общества приобрело само реорганизуемое. ОАО «Склад кожгалантереи» создало сто процентную «дочку» — ЗАО «Энергетик», которому были переданы трансформаторная подстанция, права требования к техникуму и училищу за отпущенное им электричество и долг за электроэнергию перед Горэнергобытом.

Данная модель реорганизации в форме выделения позволяет, с одной стороны, выделить из имущественного комплекса общества «инородное тело» и порожденные им долги, а с другой — сохранить контроль над обособленным активом.

Финансовые вложения учредителя равны рыночной стоимости отчуждаемых им активов, а финансовые вложения реорганизованного общества равны чистым активам выделенного общества.

Нередко указанную схему используют для «вывода» активов. За счет передачи выделенному обществу наряду с активами специально образованных обязательств снижается стоимость акций выделенного общества. «Удешевленные» акции продаются, а переданные обязательства прекращаются не путем их исполнения, а по иным основаниям (кредитора присоединяют к должнику).

### **Специальный механизм защиты интересов акционеров, не поддержавших решение о реорганизации в формах выделения и разделения**

При проведении реорганизации в любой форме существует проблема оптимизации баланса интересов различных групп акционеров и защиты слабых участников, интересами которых могут пренебречь владельцы крупных пакетов акций.

Для всех форм реорганизации акционерных обществ предусмотрен общий механизм защиты, основанный на компенсационных выплатах. Акционер, проголосовавший против или не принявший участия в голосовании по вопросу о реорганизации, вправе предъявить требование о выкупе обществом принадлежащих ему акций. Выкуп акций осуществляется по цене не ниже рыночной, определенной советом директоров общества на основании заключения независимого оценщика. Акционеры имеют возможность изъять свои инвестиции и покинуть общество.

Для реорганизации акционерного общества в форме разделения и отдельных моделей реорганизации в форме выделения задействован дополнительный механизм защиты интересов тех акционеров, которые не поддержали решение о реорганизации на предложенных условиях.



Для реорганизации в форме разделения предусмотрено следующее. Каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против принятия решения о реорганизации общества или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого создаваемого путем реорганизации в форме разделения общества, предоставляющие те же права, что и принадлежащие ему акции реорганизуемого общества, пропорционально их числу (п. 3<sup>3</sup> ст. 18 Закона об АО).

Если решением о разделении предусматривается конвертация акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества или распределение акций создаваемого общества среди акционеров реорганизуемого общества, каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против принятия решения о реорганизации общества или не принимавший участия в голосовании по вопросу о реорганизации общества, должен получить акции каждого создаваемого общества, предоставляющие те же права, что и принадлежащие ему акции реорганизуемого общества, пропорционально их числу (п. 3<sup>3</sup> ст. 19 Закона об АО).

Данный механизм защиты несогласных акционеров применяется при двух моделях реорганизации в форме выделения:

- реорганизация с конвертацией акций;
- выделение нескольких обществ с распределением их акций среди акционеров реорганизованного общества.

В указанных случаях акционеру, не поддержавшему решение о реорганизации, предоставлена возможность выбора механизма защиты его экономического интереса:

- компенсационные выплаты (предъявление требования о выкупе его акций в реорганизуемом обществе);
- вхождение в состав акционеров каждого общества, созданного в результате выделения или разделения.

Причиной появления этого специального защитного механизма стали злоупотребления при проведении реорганизации в формах выделения и разделения. Принимались решения, которые предусматривали, что обособляются ликвидные активы, причем одна группа акционеров конвертирует свои акции в новое общество (или им распределяются акции общества), в то время как другая остается в обществе с низколиквидными активами. Возможны и другие варианты несправедливого деления активов, обязательств и участников между создаваемыми и реорганизованным юридическими лицами. Для целей противодействия этому были наложены ограничения на свободу распределения акционеров по юридическим лицам. Данное ограничение сужает возможность структурирования активов, обязательств и состава участников юридических лиц, что является «душой» реорганизации.

Вводя специальный защитный механизм, законодатель не проработал технологию его применения, что породило существенные проблемы. Не установлено, на какой момент определяется количество принадлежащих акционеру в реорганизуемом обществе акций, пропорционально которому он приобретает акции созданного общества: на дату принятия решения о реорганизации или на дату распределения

акций? Какие последствия порождает переуступка акций после даты принятия решения о реорганизации и до даты их распределения?:

Обратимся к рассмотренному ранее примеру реорганизации ОАО «Гортранс» в форме выделения из него трех обществ. Три мажоритарных акционера проголосовали за реорганизацию общества в форме выделения из него трех компаний. Акционер «А» конвертировал все свои акции в ОАО «Межгородские перевозки», акционер «Б» — в ОАО «Станция технического обслуживания», а акционер «В» — в ОАО «Пансионат».

Допустим, в обществе имеется акционер, владеющий 10 процентами акций, который проголосовал против решения о реорганизации. Если после даты принятия решения о реорганизации и до момента распределения акций этот акционер не совершал сделок с принадлежащими ему ценными бумагами, он получит в каждом выделенном обществе по 10 процентов акций.

Рассмотрим другие варианты. После даты принятия решения о реорганизации и до момента распределения акций он переуступил акционеру «А»:

- половину своих акций;
- все свои акции.

Как будут распределяться акции выделенных обществ в этом случае? Переходит ли к акционеру «А» вместе с акциями акционера, не поддержавшего решение о реорганизации, право на получение акций выделенных компаний?

Право акционера, не поддержавшего решение о реорганизации, на получение акций выделенного общества вытекает не из наличия ценной бумаги, а из закона. Данное право предоставлено конкретной личности и оно не следует за ценными бумагами<sup>25</sup>. К приобретателю акций акционера, не поддержавшего решение о реорганизации, не переходит предоставленное законом ему лично право на получение акций выделенного общества.

Сколько акций будет распределено акционеру, не поддержавшему решение о реорганизации, в случае переуступки им части или всех акций после принятия решения о реорганизации?

Если он переуступил все акции и лишился статуса акционера, то к нему не применяются механизмы защиты экономических интересов акционеров.

Если же он переуступил часть акций и снизил долю своего участия в реорганизуемом обществе, может ли он претендовать на большую долю участия в выделенном обществе? Это уже будет не гарантия сохранения корпоративных прав, а перераспределение прав других участников в пользу данного акционера.

На мой взгляд, целесообразно закрепить следующий принцип. Если акционер не поддержал решение о реорганизации (голосовал против или не принял участия в голосовании по данному вопросу), то количество акций, которое подлежит распределению ему в каждом из выделенных обществ, определяется по данным реестра на момент распределения ценных бумаг. Если акционер приобрел акции после даты принятия решения о реорганизации, эти акции не учитываются при распределении акций выделенного общества.

---

<sup>25</sup> Можно провести аналогию с дополнительными правами, предоставляемыми участнику общества с ограниченной ответственностью. Эти права предоставляются лично участнику и не следуют за переуступаемой долей (частью доли).

Данный механизм защиты экономических интересов акционеров, не поддерживающих реорганизацию, иногда ставит их в существенно лучшее положение по сравнению с акционерами, которые поддержали реорганизацию.

При выделении общества допустимо применение нескольких способов размещения его акций.

Из ОАО «Кузбасэнерго» выделено ОАО «Генерирующая компания». Была применена комбинация следующих способов размещения акций:

- приобретение акций выделенного общества самим реорганизованным обществом;
- распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизованного общества;
- распределение акций выделенного общества среди акционеров реорганизованного общества, не поддержавших решение о реорганизации.

В силу закона для акционеров реорганизованного общества, не поддержавших решение о реорганизации, коэффициент распределения составил 1 (на одну акцию ОАО «Кузбасэнерго» они получили одну акцию ОАО «Генерирующая компания»). В данном случае этим акционерам полагалось 10 процентов акций выделенного общества, 51 процент акций выделенного общества приобрело само реорганизованное общество.

Таким образом, акционерам, поддержавшим реорганизацию, досталось только 39 процентов акций выделенного общества (коэффициент распределения 2,6)<sup>26</sup>.

Акционеры, не поддержавшие реорганизацию, получили на одну акцию реорганизуемого общества одну акцию выделенного общества, а акционеры, поддержавшие ее, — одну акцию выделенного общества на 2,6 акции реорганизованного общества.

Стандарты ФСФР России содержали требование о том, чтобы при реорганизации акции размещались акционерам — владельцам акций одной категории на одинаковых условиях<sup>27</sup>.

В ряде случаев эту норму невозможно было применить. В частности, в приведенном примере реорганизации ОАО «Кузбасэнерго», когда одновременно использовалось несколько способов размещения акций выделенного общества.

Как уже отмечалось, коэффициент распределения составляет 1/1. Коэффициент распределения для акционеров, поддержавших решение о реорганизации, рассчитывается остаточным способом и всегда будет больше 1, так как часть акций «уйдет» на распределение иным способом.

Изменения, внесенные в Стандарты (приказ ФСФР России от 3 июня 2008 года № 08-22/пз-н), предусматривают возможность размещения акций акционерам, под-

---

<sup>26</sup> Коэффициент распределения отражает количество ценных бумаг каждой категории (типа, серии) юридического лица, из которого осуществляется выделение, подлежащих обмену на одну акцию выделяемого общества (п. 8.7.3 Стандартов).

<sup>27</sup> Размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате выделения, путем конвертации или путем распределения среди акционеров реорганизуемого акционерного общества — владельцев акций одной категории (типа) должно осуществляться на одинаковых условиях (п. 8.7.2 Стандартов в редакции приказа ФСФР России от 12 июля 2007 года № 07-76/пз-н).

державшим решение о реорганизации, на условиях, отличных от условий размещения акций тем акционером, которые не поддержали решение о реорганизации<sup>28</sup>.

Эти условия размещения должны быть закреплены в решении о реорганизации и отражены в решении о выпуске ценных бумаг, размещаемых при реорганизации.

#### **Технические проблемы, связанные с размещением акций при реорганизации в форме выделения**

В случаях, когда акции выделяемого общества размещаются посредством конвертации или распределения, возникает неопределенность в определении размера уставного капитала этого общества.

В рамках принятия решения о реорганизации следует утвердить устав создаваемого общества, который должен содержать сведения о размере его уставного капитала.

Однако на момент принятия решения о реорганизации трудно выявить размер уставного капитала создаваемого общества, поскольку после принятия этого решения действуют факторы, влияющие на количество акций, подлежащих конвертации и распределению.

Во-первых, акции, выкупленные у акционеров по их требованию, не подлежат конвертации и на них не распределяются акции выделенного общества.

Во-вторых, может быть установлен порядок конвертации, в соответствии с которым акционеры, желающие участвовать в конвертации, подают заявления в определенный срок после принятия решения о реорганизации.

Каков выход из этой ситуации?



Некоторые авторы считают, что необходимо разместить именно то количество акций, которое указано в уставе. Они исходят из того, что сведения в уставе имеют приоритет над содержанием эмиссии. По их мнению, перечисленные факторы приведут к размещению акций в неполном объеме, то есть в количестве, которое не будет соответствовать уставу вновь созданного общества. На сегодняшний день существует один способ избежать данной проблемы — совмещать конвертацию или распределение с приобретением акций самим реорганизуемым обществом. Таким образом, акции вновь созданного общества, которые останутся неразмещенными путем конвертации или распределения, будут считаться приобретенными самим реорганизуемым обществом. Такой подход формально допускается (не запрещается) действующими Стандартами эмиссии. Данная проблема должна быть урегулирована путем внесения в Стандарты эмиссии или Закон «Об акционерных обществах» необходимых изменений, прямо допускающих описанное совмещение способов реорганизации, или изменений, отменяющих запрет на участие выкупленных акций реорганизованного общества в конвертации в акции созданных в результате выделения обществ, а также на запрет распределять акции созданных в результате выделения обществ на выкупленные акции реорганизованного общества»<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> «Размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате выделения, акционерам реорганизуемого акционерного общества, голосовавшим за или воздержавшимся по вопросу о реорганизации акционерного общества в форме выделения, может осуществляться на условиях, отличных от условий, на которых осуществляется размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате выделения, иным акционером реорганизуемого акционерного общества» (п. 8.7.2 Стандартов).

«Размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате разделения, акционерам реорганизуемого акционерного общества, голосовавшим за или воздержавшимся по вопросу о реорганизации акционерного общества в форме разделения, может осуществляться на условиях, отличных от условий, на которых осуществляется размещение акций акционерного общества, создаваемого в результате разделения, иным акционером реорганизуемого акционерного общества» (п. 8.6.2 Стандартов).

<sup>29</sup> Габов А. В., Смирнова П. В., Сорокин Р. Ю. О некоторых вопросах правового регулирования реорганизации акционерных обществ // Предпринимательское право, 2007, № 1.

На мой взгляд, эта ситуация урегулирована действующим законодательством и не требует законодательных инициатив. Весьма распространено заблуждение, когда положение закона о том, что устав должен содержать сведения о размере уставного общества, воспринимают в противоположном смысле: сведения, содержащиеся в уставе, и есть уставный капитал общества. Уставный капитал — это не сведения в уставе общества, а количество размещенных акций (акций, приобретенных акционерами). Если общество находится в состоянии статики (не происходит эмиссия), то сведения в уставе о размере уставного капитала соответствуют фактическому количеству размещенных акций. Однако если общество осуществляет эмиссию, то сведения, содержащиеся в уставе, объективно могут не отражать количество фактически размещенных акций.

Например, при подписке дополнительные акции размещаются в течение года, что отражается в реестре, а в уставе сведения о размере уставного капитала при этом не меняются. Изменения в устав будут внесены только после завершения размещения акций и утверждения отчета об итогах размещения. Документ, который дает достоверную информацию о текущем состоянии уставного капитала (его реальном и номинальном размерах, структуре), — это реестр.

При создании общества путем выделения, разделения и слияния в устав общества при его утверждении включаются сведения о максимально допустимом размере уставного капитала. После завершения эмиссии в устав вносятся изменения, отражающие фактический размер сформированного уставного капитала. В данном случае ситуация принципиально не отличается от корректировки устава после проведения подписки на дополнительные акции или уменьшения размера уставного капитала.

**А. ГЛУШЕЦКИЙ,**

профессор Высшей школы финансов и менеджмента  
Академии народного хозяйства и госслужбы при Президенте РФ,  
генеральный директор Центра корпоративных стратегий,  
зам. главного редактора еженедельника «Экономика и жизнь»





АННОТАЦИЯ

ANNOTATION



*Отвечаем на вопросы читателей*

“ ”

ó

ó

далее — Закон

