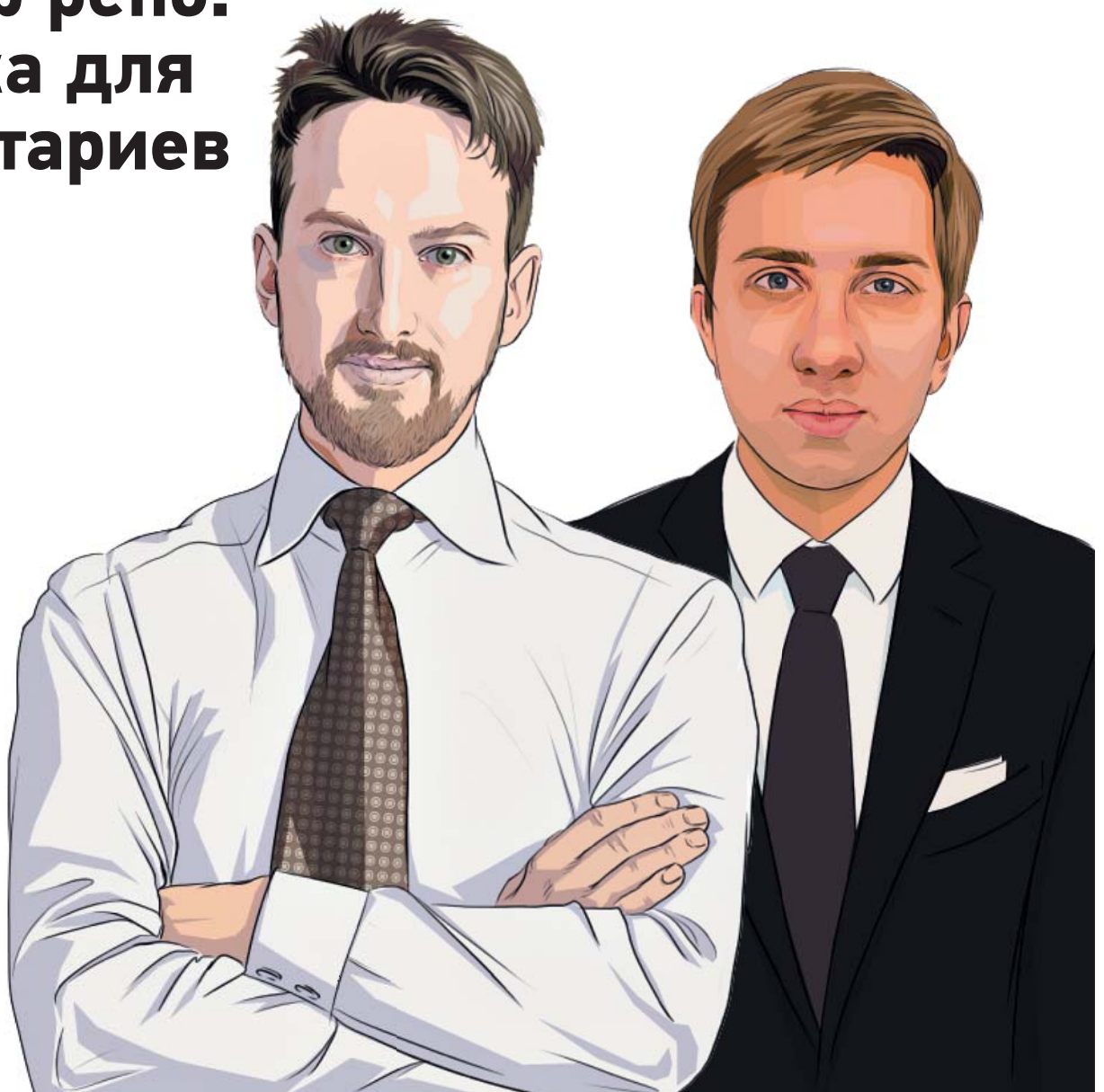


**Новый владелец блокирующего пакета акций должен направить акционерам обязательное предложение о приобретении акций. Из-за дополнительных расходов держатели крупных пакетов могут пытаться обходить требования закона. Для этих целей может быть использован договор репо. Чтобы изменить ситуацию, нужно менять закон.**

Текст: Михаил Малиновский, партнер LECAP,  
Илья Рыненков, юрист LECAP

## Договор репо. Ловушка для миноритариев



**В**мировой практике существует особый вид обеспечительных сделок, по которым правовой титул на имущество переходит к кредитору (так называемое титульное обеспечение). В классическом залоге кредитор приобретает лишь залоговое право на заложенное имущество. Титульное обеспечение позволяет кредитору избежать сложностей в случае неисполнения должником своих обязательств: кредитору не нужно проходить процедуру обращения взыскания на предмет залога, поскольку он уже в его собственности. В российском законодательстве нет системного регулирования подобных обеспечительных сделок (в отличие от упомянутого залога). Тем не менее схема титульного обеспечения лежит в основе отдельных договорных конструкций, в том числе и договора репо.

### Два собственника

Правовая природа договора репо продолжительное время была предметом споров. Классический пример неприятия его в качестве самостоятельной договорной конструкции — постановление Президиума ВАС от 06.10.1998 № 6202/97. Высшая инстанция признала договор репо притворной сделкой.

Конец спорам положили вступившие в силу 1 января 2010 года изменения в Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг). Поправки закрепили понятие договора репо (ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг).

Но дискуссии ведутся до сих пор. Проблема кроется в расхождении юридического и «экономического» собственника ценных бумаг при заключении договора репо. Например, в налоговом законодательстве для определения доли лица в организации не учитываются принадлежащие ему ценные бумаги, полученные по договору репо (п. 4 ст. 105.2 НК). А Банк России предписал негосударственным пенсионным фондам учитывать ценные бумаги, ожидаемые к получению по второй части договора репо или подлежащие передаче по второй части договора репо, как составную часть инвестиционного портфеля НПФ (положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П).

Кроме того, особым образом регулируются обязательства сторон договора репо в некоторых положениях Закона о рынке

ценных бумаг. Законодатель также предусматривает оговорки во взаимоотношениях сторон при передаче ценных бумаг (п. 13, 14, 17 ст. 51.3 Закона о рынке ценных бумаг). Все примеры демонстрируют, что:

- de facto «экономическим» собственником ценных бумаг остается первоначальный продавец ценных бумаг;
- законодатель это обстоятельство учитывает и, когда экономическое обладание ценными бумагами имеет первоочередное значение, предусматривает в нормах соответствующие оговорки.

### Баланс прав

Законодатель не предусмотрел для сторон договора репо специальных правил по распределению корпоративных прав. Поэтому покупатель по первой части договора репо самостоятельно и по своему усмотрению реализует право голоса на общем собрании акционеров. Но если продавец по спотовой сделке продает большой пакет акций, то он заинтересован в сохранении права голоса. Для этого стороны могут включить в договор условие о том, что продавец осуществляет голосование по доверенности, выданной покупателем либо покупатель обязуется голосовать в соответствии с указаниями продавца.

При добросовестном исполнении такого условия договора продавец по первой части репо сохранит корпоративный контроль. Но покупатель по спотовой сделке может не выдать или отозвать доверен-

### СЛОЖНАЯ КОНСТРУКЦИЯ

Договор репо состоит из двух взаимосвязанных сделок купли-продажи ценных бумаг: спотовой сделки — продажи ценных бумаг, и форвардной сделки — последующего выкупа ценных бумаг. Сделки совершаются с целью кредитования участников рынка деньгами либо ценными бумагами. Кредитор получает доход в виде разницы цен первой и второй частей сделки.

**Партнер LECAP**

Специализация — рынки акционерного и долгового капитала, структурные продукты, финансовое регулирование, private equity, корпоративное право/M&A.  
Образование — МГЮА, РШЧП.

**Михаил  
Малиновский**



**Юрист LECAP**

Специализация — рынки акционерного и долгового капитала, корпоративное право/M&A.  
Образование — магистр права (МГЮА).

**Илья  
Рыненков**



ность или не исполнить обязанность голосовать по указанию продавца. В таком случае продавцу остается лишь требовать взыскания убытков или неустойки, потому что принудить недобросовестного контрагента выдать доверенность для голосования на собрании он не вправе.

**Нарушение прав миноритариев**

Если лицо, приобретая пакет акций, преодолевает порог владения в 30/50/75%, то оно должно сделать остальным акционерам обязательное предложение о приобретении у них акций. Эта обязанность возникает в случае, если лицо становится владельцем ценных бумаг, то есть приобретает правовой титул на них.

Продавец по первой части репо не подпадает под требование закона об обязательном предложении, потому что формально он передал титул на них другому лицу. Это может вести к нарушению прав миноритариев, ведь продавец сохраняет «экономическую» собственность на эти ценные бумаги и обладает корпоративным контролем над обществом.

**Как изменить существующий подход**

Проблема в том, что сформулированный в законе критерий — приобретение права

собственности на ценные бумаги — сужает круг лиц, обязанных направить обязательное предложение. Изменение критериев (их расширение) воспрепятствует описанным злоупотреблениям. Интересно, что директива ЕС от 21.04.2004 № 2004/05/ЕС «О предложениях по поглощению» (далее — Директива), которая легла в основу отечественного подхода к регулированию сделок с крупными пакетами акций, содержит иной подход к определению круга лиц, обязанных направить обязательное предложение. Согласно ст. 5 Директивы, обязанность направить оферту возникает в том числе у лица, которое не владеет акциями общества, но обладает определенным уровнем корпоративного контроля на том основании, что акции общества принадлежат лицу, действующему с ним совместно.

В 2012 году ВАС предпринял попытку усовершенствовать подход к определению круга лиц, обязанных направить оферту. Управление частного права ВАС подготовило и опубликовало проект информационного письма «О некоторых вопросах практики применения арбитражными судами главы XI.1 Федерального закона “Об акционерных обществах”» (далее — Проект письма). В его положениях предлагалось расширить перечень обстоятельств, при наступлении которых возникает обя-

- занность направить обязательное предложение (п. 14 Проекта письма):
- приобретение прямого или косвенного контроля над обществом, во владении которого находятся акции общества;
  - назначение лица в органы управления обществом;
  - передача ценных бумаг доверительному управляющему.

Интересно, что одним из обстоятельств, которое запускает механизм обязательного предложения, предлагается рассматривать передачу ценных бумаг доверительному управляющему. Проведение прямой аналогии между договором доверительного управления и договором репо некорректно по многим причинам, однако в обоих случаях существует «экономический» собственник, который может сохранять корпоративный контроль.

В Проекте письма предпринимается попытка уйти от правового титула как единственного критерия корпоративного контроля. Подобное разъяснение не ре-

шило бы обозначенную выше проблему, но демонстрирует необходимость изменения существующего в законодательстве подхода.

Госдума в первом чтении приняла проект Федерального закона от 05.04.2016 № 1036047-6. Согласно проекту, обязательное предложение должно направить лицо, которое получило право самостоятельно или совместно с подконтрольными и контролирующими его лицами распоряжаться более чем 30% голосов, принадлежащих на акции публичного общества. Предложенная формулировка — право распоряжения голосами — позволяет рассматривать любые способы опосредованного контроля (например, возникшего в результате изменения контролирующего лица акционера публичного общества; заключения корпоративного договора либо договора репо, проанализированного выше) в качестве достаточного основания для возникновения обязанности направить обязательное предложение. ■

### ИНОЙ ПОДХОД

В положениях Директивы используется понятие «лица, действующих совместно» (persons acting in concert), которые взаимодействуют с лицом, обязанным направить обязательное предложение, либо компанией, акции которой являются предметом обязательного предложения для целей получения корпоративного контроля либо препятствия успешному результату направления обязательного предложения (ст. 2 Директивы).

## Репо — лазейка для акционеров

Чтобы не направлять обязательное предложение, акционер может искусственно снизить порог владения. Для этого он может передать ценные бумаги в репо.

Общество «А» приобретает 25% акций публичного общества «Б». 20% этих акций передается в репо. Далее общество «А» приобретает еще 20% акций общества «Б» и сразу также передает их в репо. Далее общество вновь приобретает 10% акций общества «Б». В результате, являясь формально владельцем 15% акций общества «Б», общество «А» фактически контроли-

рует 55% акций общества «Б» (при условии, что такой договор репо содержит условие, позволяющее обществу «А» тем или иным образом распоряжаться голосами на общем собрании акционеров). Продавец ценных бумаг, или «экономический» собственник, может сохранять такое положение длительное время.

Если лицо преодолевает определенный порог владения акциями публичного общества, то обязанность по направлению обязательного предложения может не исполняться, если данное лицо и/или его аффи-

лированные лица осуществили отчуждение указанных ценных бумаг, после чего количество акций перестало превышать пороговое значение (определение ВАС от 12.02.2013 № ВАС-820/13 по делу № А12-16867/2011, постановление ФАС Поволжского округа от 23.10.2012 по делу № А12-16867/2011). После заключения форвардной сделки покупатель в течение обозначенного срока должен лишь вновь передать ценные бумаги в репо, и обязанность направить обязательное предложение снова пропадает.