

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ЗАЩИТА ПРАВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ ВО ВРЕМЯ РЕОРГАНИЗАЦИИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

© 2013 А.Г. Ерофеев*

Ключевые слова: корпоративное управление, миноритарные акционеры, контролирующие акционеры, законодательство, выкуп акций, реализация прав, реорганизация.

Рассматривается проблема защиты прав миноритарных акционеров в процессах реорганизации акционерных обществ. Анализируется влияние степени концентрации уставного капитала АО на отстаивание своих интересов акционерами.

Важность корпоративного управления для российских компаний понимают и собственники бизнеса, инициирующие принятие Кодекса корпоративного поведения на подконтрольных им предприятиях, и научно-преподавательское сообщество, ратующее за преподавание курса "Корпоративное управление". Однако совпадают ли они друг с другом в этом понимании, имеются ли у них единые подходы к решению основных проблем отечественного корпоративного управления? Не всегда. Яркий тому пример - проблемы взаимоотношений контролирующих, крупных и миноритарных акционеров.

В настоящее время система корпоративного управления в России замерла на распутье: с одной стороны, представители крупного бизнеса и топ-менеджеры акционерных обществ с государственным участием, государственных корпораций хотели бы направить усилия законодателя и судебной власти на поддержку системы с доминированием контролирующих акционеров, с другой - руководство страны провозглашает курс на развитие фондового рынка и модернизацию экономики, проявляющуюся в развитии инновационных технологий, с третьей - глубокий кризис поразил финансовые рынки и вовсе поставил под вопрос многие базовые принципы корпоративного права и управления.

Мотивы крупного бизнеса и государственных компаний понятны: миноритарные акционеры воспринимаются ими как помеха для текущей хозяйственной деятельности, мешающая реализовать амбициозные проекты по покупке конкурентов или достижению очередной масштабной общественно полезной цели.

В настоящее время Россия является страной с высококонцентрированной системой вла-

дения акций. В подавляющем большинстве акционерных обществ доля голосов, которыми распоряжаются миноритарные акционеры, в процентном соотношении не превышает 20%. При этом оставшиеся голоса, как правило, контролируются даже не несколькими, а всего лишь одним-единственным акционером. Именно в этом состоит серьезное отличие российских АО от часто сравниваемых с ними компаний континентальной Европы. В юрисдикциях ФРГ, Италии и Франции закрепился подход, согласно которому акционер считается контролирующим в том случае, если ему принадлежит прямо или косвенно 20% голосов. При этом в числе 20 ведущих компаний значительную долю занимают компании, вообще не имеющие контролирующего акционера: Франция - 60%, Германия - 50%, Италия - 20%. По сравнению с ними в России не концентрированная структура акционерного капитала, а суперконцентрированная¹.

К ситуации тотального владения акционерным капиталом привели многочисленные увеличения уставных капиталов компаний, направленные на то, чтобы размыть долю недружественных собственников акций, а потом и миноритариев. Следующим инструментом выступала консолидация акций в условиях их принудительного выкупа лицом, ставшим владельцем более 95% голосующих акций общества, что приводило к вытеснению миноритарных акционеров из списков акционеров компании. И наконец, следует указать увеличение корпоративного контроля у определенного круга лиц посредством уменьшения уставного капитала общества-правоприемника (перекрестное владение). Современная российская корпоративная практика широко применяет принцип взаимной зависимости

* Ерофеев Александр Геннадьевич, кандидат экономических наук, доцент Самарского государственного экономического университета. E-mail: vestnik_sgeu@mail.ru.

хозяйственных обществ по отношению друг к другу.

Попробуем более детально рассмотреть в законодательстве об акционерных обществах механизмы реализации защиты прав и интересов миноритарных акционеров.

В России основным специальным законом, регулирующим деятельность акционерных обществ, является Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. \square 208-ФЗ “Об акционерных обществах” (далее - Закон “Об акционерных обществах”), а одним из наиболее важных направлений российского законодательства об акционерных обществах выступает процедура приобретения более 30 % голосующих акций открытого акционерного общества, установленная гл. XI.1 Закона “Об акционерных обществах” и приказом Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 13 июля 2006 г. \square 06-76/пз-н “Об утверждении положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ” (приказ ФСФР России). Указанная процедура включает в себя такие возможные действия, как добровольное и обязательное предложение о приобретении акций, а также принудительный выкуп акций у акционеров. Новая гл. XI.1 Закона “Об акционерных обществах” вступила в силу с 1 июля 2006 г. в связи с принятием Закона \square 7-ФЗ. Его положения не просто изменили существовавшие ранее правила поглощений, а с большим временным запаздыванием, по сути, создали эти самые правила на правовом поле поглощений. Эта глава заменила утратившую силу ст. 80 Закона “Об акционерных обществах” (приобретение 30 и более процентов обыкновенных акций общества), которая практически не работала из-за недостатка нормативного материала и своего несовершенства. Обязанности приобретателя крупного пакета носили диспозитивный характер и уставом общества или решением общего собрания акционеров такое лицо могло быть полностью освобождено от своих обязанностей по выкупу акций, что в подавляющем большинстве крупные акционеры и инвесторы реализовывали.

Процедура приобретения более 30 % акций открытых акционерных обществ (в том числе: порядок направления добровольного или обязательного предложения, порядок доведения информации о направляемом предложении

до всех акционеров общества, действия приобретателя акций и общества, которое получило добровольное или обязательное предложение о приобретении акций у акционеров и др.) детально прописана в гл. XI.1 Закона “Об акционерных обществах” и в приказе ФСФР России.

Внесение изменений в федеральный закон было обусловлено необходимостью утверждения максимальной открытости и публичности процедуры приобретения более 30% акций обществ, а также достижения баланса интересов между мажоритарными и миноритарными акционерами. Это нововведение затрагивает интересы открытых акционерных обществ, акционеров и лиц, которые намереваются приобрести акции, либо приобрели более 30% акций общества. Установленные правила приобретения более 30% акций распространяют свое действие на все без исключения открытые акционерные общества вне зависимости от количества акционеров в обществе.

Законодательное установление требования к акционеру, который приобретает 30 и более процентов акций, направить предложение о покупке акций у остальных акционеров, предусматривает, в первую очередь, защиту интересов владельцев минимального количества акций. Однако при этом соблюдение данных требований в ряде случаев позволяет получить полный контроль над акционерным обществом.

Можно полагать, что закон в том виде, в котором он был принят, явно сырой, плохо проработанный и имеет существенные недостатки, лежащие на поверхности. На некоторых из них хотелось бы остановиться.

Согласно положениям данной главы, лицо, желающее приобрести 30 и более процентов акций, направляет в открытое общество добровольное предложение о намерении приобрести все акции общества либо определенное их количество. Однако, если решение вопроса о приобретении 30 и более процентов акций - это добровольное решение, то на лицо, которое уже приобрело более 30%, ложится обязанность предложить всем акционерам общества публичную оферту о приобретении акций. В случаях же, когда лицо стало владельцем более 95% акций общества, оно обязано выкупить все оставшиеся акции акционерного общества по требованиям их владельцев либо в соответствии со ст. 84.8 ФЗ “Об акционерных обществах”

направить требование о выкупе акций миноритарных акционеров.

Рассмотрим более подробно порядок направления добровольного и обязательного предложения о приобретении акций.

Добровольное предложение - это публичная оферта, направляемая лицом, имеющим намерение приобрести более 30% общего количества обыкновенных акций и привилегированных акций открытого общества, предоставляющих право голоса, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам. Направить добровольное предложение может лицо, и не являющееся акционером данного общества.

При этом существенными моментами для акционеров, в адрес которых направлено добровольное предложение, могут стать предлагаемая цена приобретаемых ценных бумаг и порядок ее определения.

Если в случае направления обязательного предложения и требования о выкупе ценных бумаг открытого общества по требованию лица, которое приобрело более 95% акций открытого общества, установлен порядок определения цены, то для направления добровольного предложения цена на приобретаемые акции устанавливается самостоятельно лицом, имеющим намерение приобрести более 30% акций общества (в отличие от обязательного предложения, в котором цена не может быть меньше рыночной стоимости ценных бумаг). Владельцы миноритарных пакетов акций, не обращающихся на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг, как правило, не знают рыночной стоимости акций, вследствие этого цены, по которым лица направляют добровольные предложения, существенно ниже рыночных.

Вводя такую законодательную норму, как добровольное предложение, основной целью скорее всего выступала идея, что потенциальные приобретатели пакетов акций будут делать это открыто, что, в свою очередь, предоставляет возможность миноритариям отслеживать появление крупных акционеров в обществе.

Что касается обязательного предложения, то это в отличие от добровольного предложения есть обязательство лица сделать предложение в силу приобретения более 30, 50, 75% акций общества, за исключением случая, когда приобретение акций осуществлялось в рамках реализации добровольного предложения, сде-

ланного согласно требованиям обязательного предложения.

Очень затруднительным для общества и его акционеров является вопрос выявления лица, обязанного подать обязательное предложение, например в ситуации, когда лицо стало владельцем более 30% акций совместно со своими аффилированными лицами, так как законом не предусмотрена обязанность раскрывать информацию о своих аффилированных лицах.

В то же время лицо, заинтересованное в законности своих действий по приобретению мажоритарного пакета акций, самостоятельно должно определить своих аффилированных лиц для определения размера совокупного пакета акций.

Согласно п. 4 ст. 84.2 ФЗ "Об акционерных обществах", в случае, если ценные бумаги не обращаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг или обращаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг менее чем шесть месяцев, цена приобретаемых ценных бумаг не может быть ниже их рыночной стоимости одной соответствующей акции (иной ценной бумаги).

Российская действительность устроена таким образом, что приобретатель крупного пакета может вступить в сговор с независимым оценщиком, для того чтобы установить наиболее выгодную цену. Стоит отметить также, что законодательно не установлено, в каком пакете оценивается стоимость одной акции. Но в этом вопросе сложилась практика, что оценивается стоимость одной акции в стопроцентном пакете, без различных скидок на контрольность.

Еще хотелось бы отметить, что на практике возникают ситуации, когда лицо, получившее обязательное предложение, готово продать свои акции, но не согласно с ценой обязательного предложения, считая ее нерыночной. В связи этим потенциальный продавец обращается в суд с требованием о признании недействительным обязательного предложения о приобретении ценных бумаг на основании п. 4 ст. 84.2 Закона "Об акционерных обществах". Позиция судов по данному вопросу такова, что лицо, не принявшее обязательное предложение или не направившее заявление о его принятии, не вправе оспаривать цену данного предложения.

Следующей нормой в российском законодательстве является право мажоритарного акционера требовать от оставшегося меньшинства

акционеров принудительной продажи в свою пользу принадлежащих им акций в течение шести месяцев с момента истечения срока принятия добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг открытого общества или обязательного предложения, если в результате принятия соответствующего добровольного или обязательного предложения было приобретено не менее чем 10% общего количества акций открытого общества. Для этого такому акционеру необходимо консолидировать более 95% голосующих акций общества.

В случае если выкуп осуществляется в соответствии со ст. 84.7 ФЗ “Об акционерных обществах”, то понуждения миноритариев к выкупу у них акций не предусматривается. Если же применяется норма ст. 84.8 Закона, то владелец более чем 95% акций вправе выкупить у миноритариев принадлежащие им акции открытого общества. Оставляет много дискуссий необратимая допустимость принудительного прекращения прав миноритарных акционеров. Поэтому закрепление на законодательном уровне механизма принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров вызвало множество вопросов.

Для реализации права требования выкупа оставшихся акций мажоритарный акционер направляет остальным акционерам требование о выкупе ценных бумаг с приложенным к нему отчетом независимого оценщика. В случае несогласия владельца акций с ценой выкупаемых у него ценных бумаг он может обратиться в арбитражный суд с исковым заявлением о возмещении убытков, причиненных неправильным, по его мнению, определением цены приобретаемых у него акций. К тому же обращение в суд с заявлением не является основанием для приостановления процедуры выкупа акций.

Наметившаяся с недавних пор тенденция увеличения доли миноритарных акционеров в структурах российских компаний в связи с падением ведущих биржевых индексов скорее всего не будет продолжена. Очевидно, в краткосрочной перспективе данное обстоятельство не только уменьшит число миноритарных акционеров, но и снизит их значимость в глазах топ-менеджеров и контролирующих акционеров.

В настоящее время многие иностранные инвесторы покинули российский фондовый рынок, стремительно избавившись от миноритар-

ных пакетов наших компаний. Отечественные частные и институциональные инвесторы также далеки от оптимизма и уж меньше всего думают о проблеме правового регулирования положения миноритарных акционеров. А ведь именно здесь одна из главных причин их печали. Рано или поздно финансовый кризис закончится, и выйти из кризисной ситуации с более сильными рыночными позициями - это задача не только экономическая, но и кадровая². Отечественной экономике предстоит восстанавливать утраченные позиции, в том числе и в сфере рынка ценных бумаг. В этот период ключевым моментом станут темпы возвращения денег инвесторов на фондовый рынок. Если отечественная экономика будет привлекательна для потенциальных инвесторов, они вернуться на рынок намного быстрее. К наиболее существенным факторам, определяющим привлекательность фондового рынка для инвесторов, относятся уровень корпоративного управления, правовые и судебные гарантии обеспечения прав миноритарных акционеров.

Таким образом, существует реальная необходимость защиты миноритарных акционеров от воздействия на них негативных факторов, связанных с “*mergers & acquisitions*”, что дословно переводится на русский язык как “слияния и поглощения”. Возможно, для этого следует обратиться к законодательству западных стран, где основными владельцами акционерных обществ выступают не крупные держатели пакетов акций, а миноритарные акционеры, и механизмы их защиты работают на практике.

¹ *Молотников А.Е.* Контролирующие, крупные и миноритарные акционеры: проблемы взаимодействия и правового регулирования // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2008. □ 11 (54).

² См.: *Жабин А.П., Митрофанов А.Г., Польшова Л.В.* Практика управления развитием человеческих ресурсов в условиях кризиса // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2012. □ 12 (98); *Пудовкина О.В., Ашмарина С.И.* Развитие маркетинговой информационной системы промышленного предприятия // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2010. □ 4 (79). С. 46-51; *Шепелев А.В., Ашмарина С.И.* Основные факторы обеспечения конкурентоспособности предприятий строительной отрасли // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2010. □ 6 (81). С. 100-105.

Поступила в редакцию 06.05.2013 г.