



ГЕОРГИЙ КАЛАШНИКОВ
юрист EY Law

ВЫТЕСНЕНИЕ МИНОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА В РОССИИ: МИФ ИЛИ РЕАЛЬНОСТЬ?

7 июля 2004 г. Государственной думой РФ был принят в первом чтении проект федерального закона «О внесении изменений в федеральный закон “Об акционерных обществах”». Одной из целей законопроекта является включение в федеральный закон «Об акционерных обществах» положений, позволяющих лицу, приобретшему самостоятельно или совместно с аффилированным лицом (лицами) более 90% акций общества (90% плюс одна акция размещенных обыкновенных акций), требовать от остальных акционеров продажи принадлежащих им обыкновенных акций общества по рыночной цене, подтвержденной независимым оценщиком¹.

ВЫТЕСНЕНИЕ МИНОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА В РОССИИ

Изменения в ФЗ «Об акционерных обществах» гарантируют миноритарным акционерам получение своевременной и достоверной информации относительно решений, принимаемых при принудительном выкупе акций, а также устанавливают принцип равенства в случае выкупа акций по инициативе акционера — владельца крупного пакета, в том числе по инициативе самих миноритарных акционеров.

В частности, в случае принятия решения о выкупе 90% плюс одна акция раз-

мещенных обыкновенных акций приобретатель обязан направить всем оставшимся акционерам заказным письмом требование о выкупе с указанием:

- информации о приобретателе, включая полное наименование и адрес;
- количества принадлежащих акционеру акций, подлежащих выкупу;
- наименования, адреса и других контактных реквизитов платежного агента приобретателя;
- цены за акцию;
- срока выкупа акций, который не может быть менее 30 дней со дня получения требования о выкупе;
- формы ответа акционера;

- копии резолютивной части отчета независимого оценщика, содержащей полное наименование оценщика, номер лицензии на осуществление оценочной деятельности и адрес оценщика.

Следует также отметить тот факт, что законопроект предусматривает возможность для акционера, не согласившегося с расчетом рыночной цены акций общества в связи с выкупом, в течение 6 мес. со дня, когда он узнал или должен был узнать о получении требования о выкупе, обратиться в суд с иском о признании недействительным расчета рыночной стоимости принадлежащих ему акций.

¹ В частности, предлагается ст. 75 изложить в новой редакции, а также дополнить закон «Об акционерных обществах» новыми статьями — 76-1 и 80-1.

Пояснительная записка к проекту федерального закона «О внесении изменений в федеральный закон “Об акционерных обществах”» говорит о том, что законопроект учитывает опыт законодательно-регулирующего «механизма лишения миноритарных акционеров принадлежащих им акций» зарубежных стран (Германии, США, Англии), а также последние изменения в этом вопросе в корпоративном законодательстве ЕС. Так ли это?

ВОПРОС ВЫТЕСНЕНИЯ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Процедура, называемая *squeeze out* («вытеснение»), предполагает право мажоритарных акционеров общества, владеющих 90–95 % акций, принудить миноритарных акционеров продать им свои акции. Процедура «вытеснения» обычно применяется при приобретении мажоритарным акционером определенной «пороговой величины», нередко в контексте публичных предложений о покупке (поглощении). Точная пороговая величина в различных юрисдикциях составляет от 75 до 95% капитала компании. Законодательство юрисдикции, в которой признаются права мажоритарных акционеров на «вытеснение», признает определенные ситуации, в которых обычные положения, защищающие права миноритариев, приносятся в жертву более значимому публичному интересу в целях обеспечения эффективного корпоративного управления.

Корпоративное право в США в целом признает, что в определенных обстоятельствах можно заставить миноритарных акционеров согласиться принять справедливое возмещение стоимости их акций, причем они фактически «вытесняются» из корпорации². Например, в случае слияния, если договор о слиянии надлежащим образом утвержден необходимым количеством акционеров вопреки возражениям миноритарных акционеров, при отсутствии мошенничества или нарушения прав со стороны заинтересованных акционеров или директоров миноритарные акционеры обязаны продать свои акции за вознаграждение, предусмотренное в таком договоре.

Так, в соответствии с законодательством штатов Нью-Йорк и Делавэр и при

условии, что иное не предусмотрено в свидетельстве об учреждении корпорации, большинства голосов акционеров достаточно для утверждения корпоративного слияния или сделки по продаже практически всех активов корпорации. В случае если компания публичная, приобретение может быть структурировано в виде предложения о приобретении. При этом приобретатель должен сделать предложение в письменной форме всем акционерам о покупке указанной процентной доли выпущенных и обращающихся акций корпорации (или определенного класса акций), предложив одинаковую цену за акцию всем акционерам. Если приобретатель получает большинство акций, упомянутых в предложении, он может потребовать проведения голосования по утверждению слияния, имея возможность обеспечить необходимое количество голосов, и принятия соответствующего решения.

В ситуации, когда не делается предложение о выкупе, возможность слияния ставится на голосование акционеров в обычном порядке. При получении несогласное меньшинство может быть вынуждено продать свои акции в ходе слияния, хотя в определенных обстоятельствах миноритарный акционер, голосующий против слияния, может иметь право на получение иного вознаграждения за акции, если он реализует свое «право на оценку».

Согласно законодательству Нью-Йорка и Делавэра, если одно лицо владеет мажоритарной долей (либо группа акционеров совместно осуществляет контроль), мажоритарный акционер несет определенные фидуциарные обязанности перед миноритарными акционерами и должен выстраивать отношения с меньшинством.

Кроме того, как в Нью-Йорке, так и в Делавэре при слиянии по сокращенной форме, в котором материнская корпорация имеет в собственности хотя бы 90% обращающихся акций дочерней корпорации, не требуется утверждение акционеров. Вне зависимости от того, используется сокращенная или полная форма слияния, миноритарные акционеры вправе получить справедливое возмещение стоимости своих акций, если они возражают против слияния. Поэтому единственным средством правовой защиты, имеющимся у минори-

тарных акционеров, является оспаривание предложенного возмещения и обращение в суд с просьбой провести оценку действительной стоимости корпорации. Однако на практике миноритарные акционеры могут столкнуться с большими трудностями при попытке убедить суд, что предложение, приемлемое для большинства акционеров, по каким-то причинам оказалось невыгодным миноритарным акционерам, которым в любом случае придется продать свои акции.

Акт о компаниях Великобритании 1985 г. признает, что, как только предложение о поглощении принимается большинством акционеров, покупателю должна быть предоставлена возможность вывести миноритарных акционеров из их состава. Миноритарные акционеры должны быть выведены из состава акционеров на тех же условиях, которые предлагаются мажоритарным акционерам³. Данные положения Акта о компаниях применяются к поглощениям как публичных, так и частных компаний⁴.

Акт о компаниях предоставляет:

1) право покупателя выкупить доли миноритарных акционеров, возникающее при приобретении или заключении договора на покупку не менее 90% акций, на которые распространяется предложение о приобретении;

2) право миноритарных акционеров на продажу их акций по цене предложения, если покупатель приобрел 90% выпущенных акций.

Данные права должны применяться к каждому отдельному классу акций. В тех случаях, когда предложение делается в отношении одного или нескольких классов акций акционерного капитала, применяется критерий в 90% в отношении каждого отдельного класса. Право выкупа в таком случае может быть осуществлено в отношении каждого класса.

Как правило, право выкупа долей миноритарных акционеров очень важно для покупателей, которые почти всегда (за исключением обязательных предложений, связанных с заявкой на приобретение акций, которые котируются на бирже) делают предложение о покупке при условии, что необходимое число акционеров готовы принять предложение, обязательное для осуществления права выкупа долей миноритарных акционе-

² Рид С. Ф., Лажу А. Р. Искусство слияний и поглощений. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

³ Keenan D. Smith & Keenan's English Law / Ed. 11th. Pitman Publishing, 1995; Кибенно Е. Р. Корпоративное право Великобритании: Законодательство. Прецеденты. Комментарии. Киев: Юстиниан, 2003.

⁴ Вопрос «вытеснения» миноритарных акционеров рассматривается также в Кодексе слияний и поглощений (City Code on Takeovers and Mergers). Основная цель данного кодекса (документ не имеет юридической силы) — обеспечение надлежащей защиты акционеров поглощаемых компаний. Он призван обеспечить справедливое и равное отношение ко всем акционерам поглощаемой компании, возможность принятия ими решения о продаже своих акций добровольно, без давления руководства компании, с учетом всей информации, которая может иметь отношение к принимаемому ими решению.)

ров. Впоследствии покупатели нередко отказываются от такого условия, поскольку к окончательному сроку, установленному для его соблюдения, достаточного количества акционеров, готовых принять данное предложение, не набирается (в большинстве случаев порог в 90% достигается позже).

В тех случаях, когда принудительно приобрести 100% акций не удается, покупателю приходится обратиться к иным методам вытеснения миноритарных акционеров, например применить план урегулирования. План урегулирования представляет собой альтернативный процесс, проводимый с санкции суда, который может использоваться для осуществления самых разнообразных сделок, в том числе поглощений или слияний. При наличии согласия необходимого большинства акционеров (как правило, 75% каждого соответствующего класса) и постановления суда компания может осуществить компромиссное или регулирующее соглашение между компанией и ее участниками (или каким-либо классом участников). В таком случае следование данному плану обязательно для меньшинства (соответствующего класса). Такая процедура неприемима для предложений о покупке недружественного характера.

Процедура принудительного отчуждения применима только в случае «предложения о покупке», при котором следует соблюсти определенные требования. Необходимо наличие предложения о приобретении всего акционерного капитала компании, предлагаемой к продаже (или — в тех случаях, когда акционерный капитал, предлагаемый к продаже, разделен на классы, — всех акций конкретного класса, который служит предметом предложения), за исключением акций, которые уже принадлежат покупателю на дату предложения (с учетом определенных исключений). Те же условия должны быть предложены всем акционерам (или акционерам соответствующего класса) с учетом определенных исключений.

Германское законодательство традиционно достаточно строго охраняло интересы миноритарных акционеров, что иногда приводило к тому, что мелкий акционер возбуждал судебное разбирательство с целью предотвращения сделок по реструктуризации. Положения о

«вытеснении», предусмотренные германским законодательством (закон «О реорганизации ФРГ», закон «Об акционерных обществах ФРГ»), как правило, соответствуют аналогичному законодательству в других юрисдикциях⁵. В некоторых ситуациях положения германского законодательства предусматривают для мажоритарных акционеров большую свободу действий, чем аналогичные нормативные акты в других европейских юрисдикциях. Кроме того, такие положения могут быть применены в отношении

нижней отправной точкой при оценке. Сумма компенсации должна учитывать состояние компании (т. е. ее рентабельность или чистую стоимость активов) на момент проведения общего собрания, причем минимальным уровнем такой суммы служит средняя биржевая цена приобретаемых акций в течение 3 мес., предшествующих проведению общего собрания, на котором принимается решение.

Законодательство Европейского союза с недавних пор также признает

Право выкупа долей миноритарных акционеров очень важно для покупателей, которые почти всегда делают предложение о покупке при условии, что необходимое число акционеров готовы принять предложение, обязательное для осуществления права выкупа долей миноритарных акционеров.

как публичных, так и частных акционерных корпораций. Вместе с тем, для того чтобы воспользоваться преимуществом положений о «вытеснении», мажоритарный акционер должен владеть или контролировать не менее 95% акционерного капитала германской компании, что представляет собой более жесткое условие по сравнению с большинством других юрисдикций.

Согласно германскому законодательству в связи с нормативным «вытеснением» миноритарные акционеры имеют право на справедливую и обоснованную денежную компенсацию за их акции в акционерном капитале. От мажоритарного акционера требуется обеспечить выплату денежной компенсации посредством банковской гарантии. Сумма денежной компенсации подлежит определению на момент инициации «вытеснения». Не существует законодательно установленного руководства в отношении метода оценки долей миноритарных акционеров в компании, однако германскими судами было указано, что средняя рыночная цена акций за 3-месячный период должна служить

процедуру вытеснения миноритарных акционеров, однако применяется она исключительно при приобретении публичной компании и лишь в случае использования такого инструмента, как «предложение о покупке». Согласно директиве ЕС «О предложении о покупке»⁶, после того как в результате приобретения в распоряжении покупателя находится подавляющее большинство акций компании-«мишени», он имеет право «вытеснить» оставшихся акционеров, предложив им справедливую цену за их акции. Вводимая процедура вытеснения акционеров (*squeeze-out procedure*) может быть использована лишь в том случае, если покупатель в результате приобретения или станет владельцем не менее 90% акций компании-«мишени» (по усмотрению государства — члена ЕС «потолок» может быть поднят до 95%⁷), или купит (заключит договор о купле/продаже) не менее 90% акций компании-«мишени». Только в этих случаях можно требовать от оставшегося меньшинства продать принадлежащие им акции по справедливой цене.

⁵ См.: Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью: Сб. зарубежного законодательства / Сост. В. А. Туманов. М., 1995; *Roos M., Cornett C. Take-over season in Germany. SJ Berwin. 2002. April 3.*

⁶ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids. OJ L 142/12 30.04.2004. См. Cioffi J. W. The Collapse of the European Union Directive on Corporate Takeovers: The EU, National Politics, and the Limits of Integration // Berkley Roundtable on the International Economy. 2001. September 28; *Hopt K. J. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron // The Journal of Corporate Law Studies. Vol. 3, Part 2. 2003. October.*

⁷ Такая возможность была предоставлена в связи с различным уровнем «потолков» в разных государствах — членах ЕС. Так, в Великобритании он установлен на уровне 90% (разд. 429–430B Companies Act), в Германии — 95%.

Директива также закрепляет право акционеров, оставшихся в меньшинстве после окончания сделки по приобретению, требовать от акционера, владеющего контрольным пакетом акций (контроль определяется так же как и в случае с процедурой «вытеснения»), выкупа принадлежащих им акций по справедливой цене (*sell-out right*). Санкции за нарушения, совершенные в процессе поглощения компаний, должны быть предусмотрены национальным законодательством государств — членов ЕС.

ОТКРЫТЫЙ ДИАЛОГ

Предложенный проект «О внесении изменений в федеральный закон «Об акционерных обществах»» в ряде случаев вызвал крайне негативную реакцию инвесторов, работающих на фондовом рынке России. Некоторые восприняли данный законопроект столь отрицательно, что выразили свою озабоченность в письме, обращенном к Президенту РФ В. В. Путину, с просьбой не допустить дальнейшего принятия законопроекта.

По мнению инвесторов, подписавших под данным обращением, предложенный законопроект подрывает частную собственность, позволяя контролирующему акционеру в одностороннем порядке принимать решение о судьбе чужой собственности. Некоторые из них указывают на очевидную потенциальную выгоду этого документа для ряда крупных промышленных групп, где миноритарные акционеры на данный момент присутствуют, но, по всей видимости, мешают мажоритарным акционерам консолидировать в одних руках 100% акций.

Однако самое большое недовольство у инвесторов вызывает то, как прописан механизм оценки акций миноритарных акционеров. Согласно законопроекту акционер, обладающий 90% акций, назначает независимого оценщика для определения справедливой стоимости акций. В ситуации, когда оценщик нанимается будущим покупателем, возникают закономерные опасения по поводу возможных злоупотреблений, так как ни миноритарии-продавцы, ни какая-либо третья сторона не имеют влияния на процесс.

Помимо тех практических сторон, которые были указаны инвесторами, хотелось бы подчеркнуть следующее моменты.

Во-первых, в США и ЕС процедура «вытеснения» миноритарных акционеров применяется в отношении публичных компаний. Их специфика заключается в том, что уставный капитал таких компаний создается за счет привлечения средств широких кругов акционеров, компании имеют право размещать акции по открытой подписке и котировать их на фондовой бирже. Основным отличием российских открытых акционерных обществ от публичных компаний западного типа является то, что российские ОАО, к сожалению, в единичных случаях привлекают средства широких кругов акционеров и тем более котируют свои акции на фондовых биржах. Если российским ОАО на современном этапе их развития позволить избавиться от миноритарных акционеров, они тут же превратятся в «закрытые» общества — как по организационной форме, так и по существу. В отдельных сферах экономики это незамедлительно приведет к монополизации рынков товаров и услуг и, как следствие, к неконтролируемому рынку роста цен.

Во-вторых, копирование корпоративных норм, применяемых в других странах, не проводится тем путем, по которому должно идти дальнейшее законодательное развитие России. К примеру, можно сказать, что директива ЕС «О предложении о покупке» разрабатывалась, обсуждалась и видоизменялась неоднократно в течение почти 20 лет. Не следует второпях утверждать очередную «модную» процедуру, а тем более в условиях становления макроэкономического рынка России и его интеграции в мировую экономическую систему.

Вместе с тем нельзя не отметить, что российская действительность диктует свои условия. Бывают случаи, когда миноритарный портфельный акционер тормозит или блокирует принятие того или иного решения.

Во всем мире у акционеров есть два базовых права: на управление и на дивиденды. И если для мажоритарного акционера принципиально важным является право на управление и он старается больше контролировать все финансовые потоки, то от миноритарных акционеров необходимо «откупаться» дивидендами. В России регулярные выплаты дивидендов — явление редкое, отсюда и постоянная борьба между мажоритарными и миноритарными акционерами. От внутренней корпоративной борьбы проигрывает

прежде всего само общество, потребитель, т. е. мы с вами.

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

В настоящее время готовится большой пакет законодательных инициатив, которые так или иначе затронут права миноритарных акционеров. Условно их можно разделить на 5 блоков.

Первый и самый важный из них направлен на устранение пробелов в законодательстве, позволяющих производить агрессивные поглощения.

Второй блок обеспечит справедливый баланс прав мажоритарных и миноритарных акционеров. В данном случае речь идет о стимулировании и поощрении акционерного общества к выплате дивидендов. Как один из вариантов, предлагается установить обязательный норматив — направлять на дивиденды по обыкновенным акциям 10–15% чистой прибыли общества, если 75–80% акционеров не проголосовали против этого решения. Кроме того, предстоит навести порядок в сфере налогообложения дивидендов.

Третье направление связано с «выдавливанием» предприятий из акционерной формы собственности в общества с ограниченной ответственностью (ООО) и предъявлением открытым акционерным обществам (ОАО) более жестких требований по раскрытию информации.

Четвертый блок будет касаться всех форм реорганизации и ликвидации предприятий, а также вертикально интегрированных холдингов. В частности, предстоит упростить отношения между входящими в концерны предприятиями, в том числе и в вопросах налогообложения.

Пятое направление — ликвидация «суррогатов», таких как дробные акции, закрытые акционерные общества, понятия уставного капитала и номинальной стоимости акции.

Что касается вопроса «вытеснения» миноритарных акционеров, то к нему Государственная дума РФ намеревается вернуться 17 декабря 2004 г. При этом в существующие поправки к закону планируется внести ряд существенных изменений⁸. ■

⁸ В частности, предполагается, что крупный собственник (имеющий более 90% акций) сможет выкупить акции у миноритарных акционеров в случае, если этот пакет акций находится в одних руках, а не у аффилированных структур. Кроме того, будет уточнен механизм оценки продаваемых акций. Так, по мнению ряда наблюдателей, способ оценки будет упрощен до расчета стоимости чистых активов.