

Андрей Глушецкий

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

ПОГЛОЩЕНИЕ И ВЫТЕСНЕНИЕ В ОТКРЫТЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ. ЛЕГАЛЬНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ПЕРЕХВАТА КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Отечественная корпоративная практика пополнилась легальными процедурами поглощения открытых акционерных обществ и вытеснения их участников. Речь идет не о популярных способах незаконного отъема ценных бумаг, а о действиях, основанных на нормах правах. В акционерный закон включена специальная глава, направленная на урегулирование этих процессов. Данные новации применяются более трех лет, и в целом достаточно позитивно восприняты корпоративной практикой. В чем их смысл, насколько эффективным оказалось их регулятивное воздействие, все ли они соответствуют актуальной действительности или некоторые законодательные «задумки» стали только формальными процедурами?

По данным Госкомстата, в 2010 г. в России действовало около 460 тысяч акционерных обществ, несмотря на то, что этот массив коммерческих организаций объединен в единую организационно-правовую форму, фактически их экономическая и юридическая природа неоднородна. Большинство из них лишь формально соответствуют признакам публичной компании – союза капиталов. Большинство российских акционерных обществ не являются таким союзом, это связано с особенностями их образования. Они были созданы в процессе приватизации, путем изменения организационно-правовой формы унитарных предприятий. В данном случае происходило не объединение капиталов, а льготное или безвозмездное распределение прав на бывшее государственное имущество. Акционеры этих компаний не являются инвесторами, объединившими свои капиталы, особенно миноритарии, которые получили ценные бумаги безвозмездно или на льготных условиях, что предусматривала политическая составляющая приватизации.

В настоящее время прослеживаются две разнонаправленные, но при этом взаимосвязанные тенденции в эволюции коммерческих организаций, которые изначально были созданы как открытые акционерные общества, но фактически не являлись компаниями, объединяющими капиталы инвесторов.

Относительно небольшая их часть эволюционирует в публичные компании, осуществляющие привлечение инвестиций через публичное размещение и/или обращение ценных бумаг (реальный союз капиталов). Эти

коммерческие организации кардинально совершенствуют корпоративное управление, с учетом интересов всех групп инвесторов. Вводятся специальные процедуры более широкого раскрытия информации всем заинтересованным лицам. Доход этих компаний и их акционеров непосредственно зависит от уровня рыночных цен на размещаемые ими ценные бумаги. В условиях все нарастающего выхода отечественных компаний на рынок публичного обращения ценных бумаг происходит процесс реального «открытия» изначально формальных акционерных обществ. Контролирующие акционеры делятся монопольным корпоративным контролем в обмен на привлечение инвестиций¹. Они уменьшают свою долю корпоративного контроля, за счет получения доходов от публичного размещения и обращения ценных бумаг.

Можно привести пример вывода ранее не торгуемых акций на публичное обращение. Единственный акционер ОАО «НК Роснефть» компания ОАО «Роснефтегаз» выпустила на публичное обращение 14% принадлежащих ей голосующих акций, и привлекла за счет этого инвестиций на сумму свыше двенадцати миллиардов долларов. По существу контролирующий акционер уступил часть монопольного корпоративного контроля, в обмен на инвестиции. Условием такого «обмена» было кардинальное совершенствование корпоративного управления ОАО «НК Роснефть», с целью превращения его в реальную публичную компанию.

Наряду с вышеописанным «обменом» корпоративного контроля на инвестиции, что характерно для компаний, выходящих на рынок публичного размещения и обращения ценных бумаг, наблюдается и обратный процесс, который условно можно назвать последовательным «закрытием» компании или поглощением ее доминирующим акционером. *Превращение компании, которая формально имеет организационно-правовую форму открытого акционерного общества, в частную закрытую компанию, с высокой степенью концентрации корпоративного контроля у одного участника или группы аффилированных лиц.* Коммерческая организация, имеющая организационно-правовую форму акционерного общества, по существу, превращается в коммандиту, где один или несколько участников полностью определяют волеобразование юридического лица, и есть группа мелких участников, которые не имеют возможности влиять на этот процесс. Происходит поэтапное сбрасывание покровов публичности. Через фактическую коммандиту общество эволюционирует в компанию одного лица. Это объективный процесс концентрации капитала. Один участник или группа аффилированных лиц неуклонно наращивают свой корпоративный контроль, последовательно поглощая компанию, посредством приобретения крупных пакетов акций. Превалирующие акционеры ориентированы на извлечение дохода в виде контролирующей премии (контроля над

¹ Под корпоративным контролем понимается возможность акционера влиять на формирование воли юридического лица.

финансовыми потоками), а не за счет привлечения инвестиций путем публичного размещения и обращения ценных бумаг.

Переход на единую акцию

Обе тенденции отчетливо прослеживаются в рамках крупных вертикально-интегрированных холдингов. Например, в холдинге, возглавляемом ОАО «НК Роснефть», ОАО «Лукойл» и др. Головные компании указанных структур превратились в публичные, в которой контролирующие акционеры поделились частью корпоративного контроля с инвесторами, привлеченными на рынке публичного размещения и обращения ценных бумаг. В то же время бизнес - единицы, входящие в холдинг («дочерние» общества) последовательно эволюционируют в закрытые компании, в которых основное общество стремится получить 100% корпоративного контроля, вытеснив миноритариев. Для достижения указанной цели применяются многообразные способы так называемого «перехода на единую акцию». Этим термином характеризуются различные по своей природе механизмы. «Переход на единую акцию» - это частный случай поглощения одной компанией группы зависимых по отношению к ней коммерческих организаций. Смысл этих мероприятий заключается в следующем. Головная компания холдинга является публичной, в то время как дочерние, освобожденные от миноритариев, превращаются в компанию одного лица, что существенно упрощает управление ими, снижает соответствующие издержки. На заключительном этапе компании одного лица меняют свою организационно правовую форму и становятся обществами с ограниченной ответственностью. Данный результат достигается различными способами.

Самый кардинальный способ перевода миноритариев дочерних обществ в состав акционеров основного общества – реорганизация в форме присоединения. Основное общество, используя свое доминирующее положение, осуществляет реорганизацию в форме присоединения бизнес-единиц с конвертацией акций миноритариев в акции общества-правопреемника, а вместо присоединенной компании учреждает стопроцентную «дочку» в форме общества с ограниченной ответственностью. Иногда вновь созданным обществам имущество предоставляется только в пользование, оставаясь собственностью головной компании. По этому пути пошло ОАО «НК РОСНЕФТЬ». Иной подход предполагает, что компания «мать» выкупает (меняет) акции у миноритариев «дочек». Делается оферта о покупке ценных бумаг или мене зависимых компаний на ценные бумаги «матери». В данном случае поглощение, как правило, завершается принудительным выкупом акций у оставшихся микроминоритариев преобладающим акционером по правилам ст.84.8 ФЗ «Об АО». Такой принудительный выкуп принято называть вытеснением.

Есть стратегии, которые предусматривают размывание корпоративного контроля среди множества привлекаемых инвесторов, и есть стратегии,

которые обеспечивают концентрацию корпоративного контроля за счет отказа от множественности инвесторов. Они дополняют друг друга. Протекают процессы, направленные на «открытие» компаний, превращение их в публичные корпорации, объединяющие капиталы реальных инвесторов. Наряду с этим есть процессы, ведущие к «закрытию» компаний, превращение их в частные организации, с монополизацией корпоративного контроля у одного участника или группы аффилированных лиц. При этом происходит отказ от привлечения инвестиций путем публичного размещения и обращения акций (хотя не исключены публичные заимствования в виде облигаций). Корпоративное право должно регулировать все объективные тенденции, происходящие в хозяйственной жизни. Было бы наивно считать, что экономическая структура современного общества может состоять только из публичных корпораций или только из частных закрытых компаний. Оба типа коммерческих организаций дополняют друг друга. Это взаимодополнение особенно четко видно в рамках крупных холдинговых структур, хотя и не исчерпывается ими.

Корпоративное право предусматривает нормы, регулирующие привлечение публичных инвестиций (обмен корпоративного контроля на инвестиции). Законодательство устанавливает специальные механизмы выхода компаний на рынок публичного размещения и обращения ценных бумаг. Для такого рода компаний предусмотрены стандарты наилучшего корпоративного поведения, применяются особые правила раскрытия ими информации.

Однако законодатель не должен закрывать глаза на то, что происходят и противоположные тенденции, когда компания превращается в частную. *Последовательное наращивание корпоративного контроля со стороны одного участника или группы аффилированных лиц путем приобретения крупных пакетов голосующих акций – это процесс легального поглощения компании.* Он также должен иметь законодательное регулирование, тем более что затрагивает интересы многих субъектов корпоративных отношений: различных групп инвесторов и менеджмента. Новая глава акционерного закона, призвана урегулировать отношения, связанные с легальным поглощением компании путем приобретения крупных пакетов голосующих акций и его завершающим этапом - вытеснением оставшихся участников.

Законодательные новации

Законодательные новации, направленные на урегулирование процедуры поглощения открытого акционерного общества, посредством приобретения крупных пакетов голосующих акций, и последующего вытеснения оставшихся миноритариев сводятся к следующим основным моментам.

Первый – усилен механизм, защиты экономические интересы акционеров, владельцев неконтрольных пакетов акций в условиях, когда в

компании происходит последовательное нарастание корпоративного контроля со стороны одного участника или группы аффилированных лиц, т.е. идет процесс ее поглощения.

Если один участник или группа аффилированных лиц превышают предусмотренные законом пороговые значения корпоративного контроля, то у остальных участников появляется возможность возврата инвестиций по текущей рыночной цене. Обязанность возврата инвестиций возложена на «поглотителя». Гарантии возврата инвестиций достигаются установлением его обязанности направить публичную оферту о приобретении всех ценных бумаг общества определенных видов, категорий (типов). Возврат инвестиций происходит посредством продажи ценных бумаг оференту. От кого исходит угроза экономическим интересам акционеров тот и выкупает их акции .

Правовые гарантии возврата инвестиций достигаются также установлением обязанностью доминирующего акционера направить уведомление о наличии у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа, в случае достижения им сверх высокой концентрации корпоративного контроля.

Аналогичный по своей направленности механизм был ранее предусмотрен в ст. 80 ФЗ «Об АО». Данная норма предусматривала обязанность лица, которое самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами приобрело 30 и более процентов обыкновенных акций общества, сделать предложение продать ему остальные обыкновенные акции общества. Цена приобретения этих ценных бумаг должна быть не ниже средневзвешенной цены приобретения акций общества за последние шесть месяцев, предшествующие дате приобретения 30 и более процентов акций общества. Эта норма оказалась мало эффективной в силу своей избирательности и диспозитивности. Она применялась только в отношении обществ с числом акционеров - владельцев голосующих акций более тысячи. Решением общего собрания акционеров или уставом общества приобретатель крупного пакета акций мог быть освобожден от этой обязанности, что применялось в практике большинства компаний.

Правила об обязательном предложении и уведомлении о наличии у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа преодолели недостатки предыдущей конструкции. Обязанность их сделать установлена императивной нормой закона. Освобождение от этой обязанности не допускается, кроме случаев установленных законом. Она касается акционеров любых открытых акционерных обществ не зависимо от числа их участников. Увеличено число случаев, когда возникает такая обязанность (также при приобретении более 50, 75 и 95% голосующих акций общества). Более детально регламентирована процедура возврата инвестиций путем приобретения акций у остальных акционеров, в том числе установлены более четкие правила определения цены приобретаемых ценных бумаг.

Второй – создан механизм разрешения конфликта интересов, который возникает при сверхвысокой концентрации корпоративного

контроля. Под сверхвысокой концентрацией корпоративного контроля в законе понимается принадлежность одному участнику или группе аффилированных лиц более 95 % голосующих акций общества. В этих условиях микроминоритарии лишены практической возможности участвовать в управлении компанией. Когда нет легальной возможности реализации прав как правило возникает конфликтная ситуация злоупотребления правом. В целях достижения стабильности предпринимательской деятельности абсолютно доминирующего инвестора введен механизм принудительного выкупа им оставшихся ценных бумаг. Законодательно закреплен институт вытеснения миноритариев посредством принудительного выкупа превалярующим акционером принадлежащих им акций.

Инициаторами такого выкупа могут быть как миноритарии – владельцы незначительных пакетов ценных бумаг, так и доминирующий инвестор, концентрирующий значительный объем корпоративного контроля. Каждая из сторон вправе обратиться друг к другу с соответствующим требованием. Миноритарий к преобладающему акционеру с требованием выкупить принадлежащие ему ценные бумаги. Преобладающий акционер к миноритариям с требованием о продаже ему, принадлежащих им ценных бумаг. В обоих случаях сделка будет обязательна в силу закона.

В объективных процессах, составляющих предмете регулирования главы XI.1 ФЗ «Об АО» можно выделив два основных аспекта.

Первый – поглощение компании путем приобретения крупных пакетов голосующих акций Он связан с концентрацией корпоративного контроля у одного участника или группы аффилированных лиц на уровне владения ими более 30% голосующих акций общества. В этом аспекте законодательному регулированию подлежат следующие моменты:

- введен механизм, обеспечивающий акционерам возврат инвестиций в условиях неуклонно нарастающей концентрации корпоративного контроля;
- предусмотрены механизмы препятствующие противодействию менеджмента компании приобретению крупных пакетов акций на основании публичных оферт (временное расширение компетенции общего собрания акционеров за счет сокращения компетенции совета директоров);
- предусмотрен механизм направления конкурирующих публичных оферт о приобретении крупных пакетов акций;
- установлены дополнительные требования по раскрытию информации, в связи с приобретением крупных пакетов акций общества.

Второй – окончательное вытеснение миноритариев. Он связан с достижением сверхвысокой концентрацией корпоративного контроля у одного участника или группы аффилированных лиц на уровне владения ими

свыше 95 процентов голосующих акций общества. В этом аспекте законодательному регулированию подлежат следующие моменты:

- задействован механизм вытеснения миноритариев посредством принудительного выкупа у них акций по инициативе преобладающего акционера. Это позволяет довести процесс до логического завершения, превратить корпорацию в компанию одного лица. При соблюдении условий, установленных Законом, допускается совершение мажоритарным акционером односторонних сделок по выкупу оставшихся голосующих акций, составляющих менее 5% размещенных голосующих акций общества;
- введен механизм, обеспечивающий миноритарным акционерам возврат инвестиций по их инициативе. Миноритарный акционер вправе предъявлять требование об обязательном выкупе принадлежащих им ценных бумаг преобладающим акционером.

Основная цель специального регулирования процессов поглощения и «вытеснения» - это защитить акции, принадлежащие не контролирующим акционерам от их обесценения, посредством гарантирования им возможности их отчуждения доминирующему акционеру по цене не ниже текущей рыночной.

Традиционно выделяются несколько дополняющих друг друга институтов поглощения:

- поглощение, осуществляемое путем приобретения крупных пакетов голосующих акций;
- поглощение путем реорганизации акционерного общества в формах присоединения и слияния;
- поглощение не связанное с переходом права собственности на голосующие акции общества.

Эти способы поглощения различаются экономической и юридической природой, и имеет самостоятельное нормативное регулирование.

Не следует переоценивать регулируемую роль главы XI.1 ФЗ «Об АО». Она регулирует далеко не все аспекты перераспределения корпоративного контроля (поглощения). Предметом ее регулирования является перераспределение корпоративного контроля только путем приобретения крупных пакетов голосующих акций.

Перераспределение корпоративного контроля не связанное с переходом права собственности на голосующие акции общества может происходить в следующих случаях:

- передача голосующих акций в доверительное управление;
- передача голосующих акций в залог, с правом реализации залогодержателем прав удостоверяемых ценными бумагами;
- конвертация в голосующие акции конвертируемых ценных бумаг;

- «покупка голосов» – выдача доверенностей на право участия в общем собрании акционеров;
- заключение корпоративных соглашений о согласованных действиях по управлению компанией (согласованные голосования);
- установление аффилированности между акционерами.

Перечисленные действия ведут к фактическому перераспределению корпоративного контроля в пользу отдельных лиц (доверительного управляющего, залогодержателя, представителя по доверенности) или группы лиц (участников корпоративных соглашений, аффилированным акционерам), однако это не порождает правовых последствий, предусмотренных главой XI.1 ФЗ «Об АО».

Публичные оферты о приобретении эмиссионных ценных бумаг

Легальное поглощение предусматривает использование для этих целей различных видов публичных оферт о приобретении эмиссионных ценных бумаг.

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).

Квалифицирующими признаками публичной оферты являются:

- наличие в ней существенных условий договора;
- намерение оферента заключить соответствующий договор;
- отсутствие адресности, 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).

Институт публичной оферты, лишенной признака адресности, то есть предложения конкретному лицу заключить договор с ним, 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 собой оферты, а сохраняет ее на все обозначенное в ней время.

Акционерный закон предусмотрел несколько видов публичных оферт о приобретении ценных бумаг, которые направляются в открытое акционерное общество:

- добровольное предложение о приобретении эмиссионных ценных бумаг ОАО, соответствующее требованиям ст. 84.1 ФЗ «Об АО»;
- добровольное предложение о приобретении обыкновенных и привилегированных голосующих акций, а также эмиссионных

ценных бумаг, конвертируемых в указанные акции общества, соответствующее требованиям, установленным в п. 2–5 ст. 84.2 ФЗ «Об АО»;

- обязательное предложение о приобретении обыкновенных и привилегированных голосующих акций, а также эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в указанные акции ОАО, соответствующее требованиям ст. 84.2 ФЗ «Об АО»;

Деление публичных оферт о приобретении ценных бумаг на добровольную и обязательную связано с ситуациями, когда потенциальный приобретатель *вправе* предложить продать ему ценные бумаги, и когда он *обязан* сделать предложение о приобретении ценных бумаг.

Особенностью публичной оферты является то, что она содержит единые стандартные условия приобретения ценных бумаг, которые едины для всех потенциальных акцептантов. В случае, когда направление публичной оферты является реализацией обязанности оферента по возврату инвестиций остальным инвесторам, такая стандартизация условий приобретения ценных бумаг обоснована. Но в большинстве случаев, когда происходит приобретение ценных бумаг по инициативе «поглотителя», эта особенность публичной оферты делает ее мало привлекательной.

Наиболее важным правовым институтом, предусмотренным главой XI.1 ФЗ «Об АО»; является обязательное предложение о приобретении голосующих акций, а также эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в указанные акции. Его смысл состоит в следующем. В условиях, когда в компании произошло перераспределение корпоративного контроля, выражающееся в приобретении одним лицом или группой аффилированных лиц крупных пакетов голосующих акций открытого акционерного общества (более 30%, 50%, 75%), включается механизм защиты интересов остальных акционеров. Лицо, получившее значительный объем корпоративного контроля, обязано направить публичную оферту о приобретении ценных бумаг. Если остальных участников не устраивает сложившаяся расстановка сил в обществе, то 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.

Защитная функция обязательного предложения определила его специфику. 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 данном случае применяется исключение, когда законодатель специальными нормами корпоративного права предписывает содержание существенных условий договора по приобретению ценных бумаг на основании публичной оферты, которые касаются:

- определения предмета договора. Оферент обязан сделать предложение о приобретении ценных бумаг тех видов, категорий (типов), которые поименованы в п.1 ст.84.1 и п.1 ст.84.2 ФЗ «Об АО»;
- определения цены приобретаемых ценных бумаг;
- формы оплаты ценных бумаг;
- порядка и сроков расчетов.

Обязательное предложение – публичная оферта на приобретение всех голосующих акций общества (акций, предусмотренных п. 1 ст. 84.1 ФЗ «Об АО») и ценных бумаг, конвертируемых в эти акции (ценных бумаг, предусмотренных п.1 ст.84.2 ФЗ «Об АО»), которую обязано направить лицо, приобретшее самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами крупные пакеты голосующих акций общества. При этом требования к порядку определения цены и иных условий приобретения этих ценных бумаг установлены специальными нормами ФЗ «Об АО».

Направление обязательного предложения - это реализация обязанности лица, получившего значительный объем корпоративного контроля по возврату инвестиций остальной части инвесторов. Возврат инвестиций должен происходить на единых стандартных условиях для всех владельцев ценных бумаг - потенциальных акцептантов.

По экономическому содержанию поглощение компании и связанное с этим направление обязательного предложения процедура противоположная выводу ценных бумаг на публичное обращение. При выводе ценных бумаг на публичное обращение превалярующей акционер уступает часть своего корпоративного контроля, получая инвестиции. Однако может иметь место противоположная тенденция. Акционер, путем приобретения крупных пакетов акций превращается в превалярующего участника, и у него возникает обязанность вернуть по справедливой цене инвестиции неконтролирующим акционерам. При выводе ценных бумаг на публичное обращение действует принцип «инвестиции в обмен на корпоративный контроль». При поглощении компании путем приобретения крупных пакетов голосующих акций действует принцип «корпоративный контроль в обмен на инвестиции».

Наиболее острой является проблем цены, по которой должен происходить добровольный или принудительный возврат инвестиций при поглощении и вытеснении. Используются принципы «независимой» и «пороговой» цены.

Принцип «независимой» цены

Провозглашается принцип равного отношения приобретателя ценных бумаг ко акционерам поглощаемого общества. Цена приобретения и выкупа ценных бумаг не должна зависеть от:

- личности владельца ценных бумаг;

- количества принадлежащих ему ценных бумаг;
- момента его отклика на предположение переуступить ценные бумаги.

В публичных офертах и требованиях о выкупе ценных бумаг должна быть указана цена за одну ценную бумагу каждого вида, категории (типа), которая будет постоянной в период всего действия оферты (требования о выкупе).

Установление единых стандартных условий приобретения ценных бумаг логично для обязательного предложения, поскольку оно является институтом обеспечивающим защиту интересов инвесторов. Всем инвесторам предоставляется возможность вернуть инвестиции на равных условиях.

Однако применение единых стандартных условий приобретения ценных бумаг существенно снижает привлекательность добровольного предложения. Приобретения ценных бумаг на основании такой публичной оферты становится излишне формализованной процедурой, приобретатель лишается возможности маневра. Для него более привлекательным будет набор адресных оферт с индивидуальными условиями приобретения ценных бумаг, чем единая формализованная публичная оферта.

Принцип «справедливой» или «пороговой» цены

Применительно к определению цены обязательного предложения дополнительно установлены специальные правила. Реализуется принцип «справедливой» или «пороговой» цены (п. 4 ст. 84.2 ФЗ «Об АО»). Российское законодательство воспроизвело подход, используемый в европейских правовых системах. «Справедливая» – это цена, установленная не ниже значений предусмотренных законодательством, ее еще называют «пороговой» ценой²².

Акционерный закон предусмотрел несколько пороговых значений, ниже которых не может быть установлена цена обязательного предложения.

²² Принцип пороговой цены часто применяется в корпоративном праве, на нем основывается ст. 77 ФЗ «Об АО». «В случаях, когда в соответствии с настоящим Федеральным законом цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, они должны определяться исходя из их рыночной стоимости» (п.1 ст.77 ФЗ «Об АО»).

Цена размещения акций по подписке не может быть установлена ниже рыночной цены, предварительно определенной советом директоров. «Оплата эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со статьей 77 настоящего Федерального закона» (п.1 ст.38 «Об АО»).

Цена выкупа обществом акций по требованию акционеров не может быть ниже рыночной стоимости этих акций, определенной независимым оценщиком. «Выкуп акций обществом осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций» (п.3 ст.75 ФЗ «Об АО»).

▼ *Первое – максимальная цена приобретения ценной бумаги офферентом и его аффилированными лицами за определенный период времени*³.

Следует учесть сделки офферента и его аффилированных лиц по приобретению ценных бумаг ОАО в течение шести месяцев до даты направления оферты в общество. К числу таких сделок относятся и опционы, в силу которых офферент или его аффилированные лица приняли на себя обязанность приобрести соответствующие ценные бумаги в будущем. Цена приобретения, указанная в обязательном предложении, не может быть ниже этой максимальной цены.

Указание на наивысшую цену, уплаченную «поглотителю» или лицами, действующими с ним сообща⁴, в рамках определенного периода времени до направления обязательного предложения обеспечивает лишь известную формальную справедливость цены приобретаемых ценных бумаг. Эта цена гарантирует лишь то, что «поглотитель» не сможет скупить оставшиеся ценные бумаги по более низким ценам, чем приобрел ценные бумаги на предыдущих этапах поглощения. Возврат инвестиций не может осуществляться по ценам ниже тех, по которым приобретался корпоративный контроль.

Однако цена – пусть даже наивысшая, по которой ценные бумаги приобретались «поглотителем» до направления обязательного предложения, может и не отражать реальной рыночной стоимости этих ценных бумаг.

Поэтому второе пороговое значение связано с определением текущей рыночной стоимости ценных бумаг, то есть цена их приобретения не может быть ниже этого значения.

³ «Если в течение шести месяцев, предшествующих дате направления в открытое общество обязательного предложения, лицо, направившее обязательное предложение, или его аффилированные лица приобрели, либо приняли на себя обязанность приобрести соответствующие ценные бумаги, цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже наибольшей цены, по которой указанные лица приобрели или приняли на себя обязанность приобрести эти ценные бумаги» (п. 4 ст. 84.2 ФЗ).

⁴ Закон исходит из односторонней предпосылки, что аффилированные лица всегда действуют сообща с лицом, к которому они аффилированы.

Однако корпоративные реалии далеки от этой законодательной гипотезы. Аффилированные лица действуют своей волей в своем интересе, они могут совершать сделки по приобретению небольшого количества ценных бумаг по ценам, существенно выше рыночных и тех, по которым аналогичные сделки совершал потенциальный офферент. Тем самым они имеют возможность повысить пороговое значение, на основании которого определяется цена приобретения акций в обязательном предложении. Интерес аффилированных лиц очевиден — в случае акцепта ими публичной оферты возврат инвестиций будет осуществляться по более высокой цене. Офферент не может препятствовать аффилированным с ним лицам, совершать сделки с ценными бумагами. Согласно действующему законодательству аффилированным признается лицо, которое может оказывать влияние на предпринимательскую деятельность юридического лица или предпринимателя, т.е. офферент зависим от своих аффилированных лиц, а не они от него.

Закон не учитывает, что офферент часто не имеет возможности получить информацию о сделках по приобретению акций общества, совершенных его аффилированными лицами, и ценах таких сделок. Не существует норм, которые обязывали бы реестродержателя или стороны сделок предоставлять такую информацию офференту. В результате о факте вышеописанного завышения цен на акции общества офферент (преобладающий акционер) может узнать гораздо позже направления публичного предложения (требования о выкупе ценных бумаг).

Согласно мировой практике процедуры поглощения ориентированы, прежде всего, на публичные компании, акции которых котируются на фондовых рынках. Как правило, в качестве текущей рыночной стоимости акций берутся биржевые котировки за некоторый период времени и определяется средневзвешенный показатель. Законодатель исходит из предположения, что средневзвешенные биржевые котировки отражают текущую рыночную стоимость ценных бумаг.

▼ Для котируемых ценных бумаг установлено следующее пороговое значение определения цены их приобретения – средневзвешенная цена их котировок.

Если ценные бумаги обращаются на торгах организатора торговли не менее шести месяцев до даты направления оферты, то цена их приобретения на основании обязательного предложения не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Если ценные бумаги обращаются на торгах двух и более организаторов торговли на рынке ценных бумаг, их средневзвешенная цена определяется по результатам торгов всех организаторов торговли на рынке ценных бумаг, где указанные ценные бумаги обращаются шесть и более месяцев.

Российский законодатель распространил институт поглощения на все открытые акционерные общества, в том числе и те, ценные бумаги которых не обращаются на торгах организаторов торговли. Для таких обществ возникает проблема определения текущей рыночной стоимости этих ценных бумаг. В Законе этот вопрос решен привлечением независимого оценщика.

Законодатель исходит из предположения, что цена, определенная независимым оценщиком, является реальной рыночной ценой. В связи с этим нельзя не вспомнить шутку: «Оценщик не зависим от того, кто не платит ему деньги».

▼ Для некотируемых ценных бумаг установлено следующее пороговое значение определения цены их приобретения – рыночная стоимость одной ценной бумаги, определенная независимым оценщиком.

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, определенной независимым оценщиком. При этом оценивается рыночная стоимость одной ценной бумаги каждого вида, категории (типа), в отношении которых делается оферта.

Реализация этого требования неизбежно столкнется с большими трудностями. Оферент может не иметь доступа к информации, необходимой для составления отчета независимого оценщика. Приобретатель окажется не в состоянии исполнить данное требование Закона. Эффективный способ

противодействия менеджмента компании ее поглощению – это не предоставление информации, необходимой оценщику.

Далеко не всегда цена, определенная по правилам, установленным в Законе, может в полной мере соответствовать экономическим интересам владельцев ценных бумаг. В конечном счете, выбор остается за ними – соглашаться или нет на заключение договора по переуступке ценных бумаг на предложенных условиях.

Форма оплаты приобретаемых ценных бумаг

Публичная оферта о приобретении ценных бумаг может предлагать заключить только договор их купли-продажи (оплата приобретаемых ценных бумаг деньгами) или предоставляет акцептанту право выбора: заключить договор купли-продажи или мены отчуждаемых ценных бумаг на другие ценные бумаги. При этом мена ценных бумаг на иные виды встречного предоставления не допускается.

Если обязательное предложение допускает возможность мены приобретаемых ценных бумаг, то установлены специальные правила определения цены ценных бумаг, предлагаемых оферентом в качестве встречного предоставления. Их цена также определяется по принципу «пороговой цены», однако в данном случае этот принцип реализуется в зеркальном отражении. Устанавливаются пороговые значения, выше которых не может быть определена цена предлагаемых к мене ценных бумаг⁵.

При обсуждении проекта закона изначально предполагалось, что оплата приобретаемых ценных бумаг может производиться только деньгами, так как появление иного предоставления порождает проблему его справедливой оценки и создает угрозу неравноценной мены. Между тем законодатель допустил возможность мены приобретаемых ценных бумаг на другие ценные бумаги. Это соответствует интересам значительной части российских холдингов, осуществляющих «переход на единую акцию». Как отмечалось выше «переход на единую акцию» - это частный случай поглощения одним юридическим лицом группы компаний. Преобладающий акционер (головная компания холдинга) направляя миноритариям «дочерних» компаний публичную оферту о приобретении ценных бумаг, имеет возможность предложить, в том числе и обмен ценных бумаг дочерних компаний на ликвидные акции головной компании. Такое предложение бывает более привлекательным для инвесторов, чем продажа ценных бумаг за деньги. В данном случае акции поглощаемой компании оплачиваются, в

⁵ «Денежная оценка ценных бумаг, которыми может осуществляться оплата приобретаемых ценных бумаг, должна быть не выше средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организаторов торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в открытое общество, а 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 – не выше их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком. Документы, подтверждающие денежную оценку указанных ценных бумаг, прилагаются к обязательному предложению» (п. 5 ст. 84.2 ФЗ «Об АО»).

том числе и акциями компании поглотителя. Компания поглотитель может для этих целей использовать казначейские акции или разместить дополнительный или новый выпуск своих акций.

Допускается возможность манипулирования ценами ценных бумаг, предлагаемых в качестве встречного предоставления. Цена, по которой они предлагаются к обмену может быть ниже их текущей рыночной стоимости, что создает дополнительный стимул к обмену. Можно создать условия, при которых мена акции на другие ценные бумаги выгоднее, чем их продажа. Часть акционеров поглощаемых компаний возвращают свои инвестиции в денежной форме, а часть становится акционерами головной компании.

Недолгая жизнь публичной компании

Можно привести пример последовательной эволюции закрытых компаний в публичные, а затем их поглощение посредством института обязательного предложения. В процессе реформирования РАО «ЕЭС» было создано несколько оптовых генерирующих компаний (ОАО «ОГК»). Они учреждались как компании одного лица (стоцентные «дочки» РАО «ЕЭС»). Изначально ставилась задача превратить их в публичные компании путем вывода их акций на публичное размещение и обращение. Единственный акционер уступал преобладающую часть своего корпоративного контроля в обмен на инвестиции для развития этих компаний. Все ОАО «ОГК» провели публичное размещение ценных бумаг.

Однако, определенная часть инвесторов из числа приобретших ценные бумаги в процессе IPO, преследовала цель последовательного поглощения этих публичных компаний и интеграции их в структуру иных энергетических или энергопотребляющих холдингов. Так, в рамках публичного размещения акций ОАО «ОГК-5» итальянский энергетический концерн «Энель» совместно со своими аффилированными лицами приобрел 29,9% акций компании. В дальнейшем была совершена сделка по приобретению им еще 2% акций общества. Концерн «Энель» сознательно пошел на это, осознавая, что будет обязан в дальнейшем направить публичную оферту о приобретении всех акций общества. Оферта была сделана в крайне благоприятных для скупки ценных бумаг рыночных условиях. Началось общее снижение котировок. При этом оферта была сделана по средневзвешенной цене за шесть месяцев, предшествующих дате ее направления, когда котировки находились на существенно более высоком уровне. На столь привлекательное предложение откликнулось более 80% владельцев свободно обращающихся ценных бумаг общества. В итоге структура уставного капитала ОАО «ОГК-5» стала выглядеть следующим образом: 67% акций стало принадлежать компании «Энель» и ее аффилированным лицам, 25% акций находится в собственности Российской Федерации. В свободном обращении осталось всего 8% акций. По существу, компания из публичной превратилась в частную с доминирующим

акционером. В этой ситуации неожиданно обозначился конфликт интересов между менеджментом и новым доминирующим акционером.

Менеджмент изначально был ориентирован на превращение компании в публичную с поддержанием высокого уровня котировок ее акций. Для реализации этой цели ему был предоставлен значительный опцион на акции общества, доходность исполнения которого напрямую зависела от роста их котировок. Однако, практически невозможно обеспечить рост капитализации компании если в свободном обращении находится всего 8% ее акций.

Доминирующий акционер рассматривал приобретенную им ОАО «ОГК-5» как операционную компанию, интегрированную в структуру крупного энергетического холдинга, которая призвана повысить уровень капитализации холдинга в целом. При этом он не был заинтересован в росте капитализации приобретенной им операционной компании.

В итоге менеджмент потерял интерес, который был у него сформирован в момент превращения компании в публичную. В конечном счете, новый доминирующий акционер был вынужден заменить менеджмент, несмотря на его высокий профессионализм и эффективность.

Аналогичная судьба постигла и ряд других оптовых генерирующих компаний, которые посредством их легального поглощения были интегрированы в структуру энергетических или энергопотребляющих холдингов. Выделившись из холдинга РАО «ЕЭС» они прожили недолгую жизнь публичной компании и были поглощены иными энергетическими или энергопотребляющими холдингами.

Сверхвысокая концентрация корпоративного контроля и вытеснение миноритариев

Особый интерес вызывает ситуация, когда в обществе достигается сверхвысокая концентрация корпоративного контроля, что выражается в приобретении одним лицом или группой аффилированных лиц свыше 95% голосующих акций общества (ценных бумаг, предусмотренных п. 1 ст. 84.1 ФЗ «Об АО»). При этом у преобладающего акционера и миноритариев возникают дополнительные взаимные права и обязанности.

У доминирующего акционера появляется обязанность сделать предложение о выкупе оставшихся ценных бумаг и выкупить их по требованию их владельцев.

Предусмотрен специальный механизм защиты интересов миноров (ст. 84.7 ФЗ «Об АО»). Доминирующий акционер обязан сделать оферту по приобретению оставшихся голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в эти акции. Это реализуется посредством направления владельцам ценных бумаг уведомления о том, что критический порог корпоративного контроля пройден и у них возникло право требовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг. Владельцы ценных бумаг вправе в срок не более шести месяцев предъявить требования об их выкупе. Это еще одна

гарантия возврата инвестиций в условиях сверхвысокой концентрации корпоративного контроля.

Если доминирующий акционер не направит владельцам ценных бумаг уведомление о наличии у них права требовать их выкупа, то они вправе сами предъявлять требования об их выкупе в течение года с момента, когда они узнали или должны были узнать о возникновении у них соответствующего права.

Обязанность доминирующего акционера выкупать акции по требованию их владельцев прекращается, если он воспользуется правом на вытеснение и предъявит требование о выкупе ценных бумаг.

Если какое-либо лицо встало на путь монополизации корпоративного контроля и прошло преобладающую часть этого пути, то очевидно, что оно осилит и оставшийся отрезок дороги. Предусмотрен легальный механизм вытеснения микроминоритариев, который основан на принудительном выкупе ценных бумаг по правилам, сформулированным в ст. 84.8 ФЗ «Об АО».

С высокой степенью вероятности можно предположить, что в девяти случаях из десяти события будут развиваться по сценарию активного вытеснения доминирующим акционером оставшихся миноритариев. Конструкция выкупа акций по требованию микроминоритариев, редко востребована, но, тем не менее, она является, элементом, обеспечивающим баланс интересов в условиях сверхвысокой концентрации корпоративного контроля.

Баланс неравнозначных интересов

Поглощение имеет своим естественным завершением установление полного, абсолютного корпоративного контроля над обществом со стороны одного лица. Превращение ее из формально открытого акционерного общества в частную, закрытую компанию.

В условиях сверхвысокой концентрации корпоративного контроля в компании, как правило, складывается конфликтная ситуация. Миноритарии формально обладают правами акционеров и настаивают на их соблюдении, хотя фактически потеряли возможность влиять на волеобразование юридического лица. Общество и доминирующий акционер, рассматривают их как обременительную обузу, усложняющую управление. Общество вынуждено реализовывать процедуры, связанные с раскрытием информации и проведением общих собраний акционеров, на решения которых миноры влиять не могут. Следует помнить о так называемых мертвых душах – это умершие акционеры, наследники которых не вступили в свои права, или акционеры, фактически потерявшие связь с обществом. Во многих компаниях их число исчисляется тысячами, в то время как они владеют не более чем одним-двумя процентами акций. Доминирующий акционер попадает в зависимость от микроминоритариев при одобрении сделок с заинтересованностью, в частности при осуществлении инвестиций, в виде

вкладов в уставный капитал. Нередко указанные микроминоритарии являются «засланными казачками», это могут быть конкуренты, рейдеры или шантажисты.

С точки зрения общества и доминирующего акционера затраты, связанные с обеспечением прав микроминоритариев, в том числе, и «мертвых душ», являются абсолютно неэффективными. Контролирующий акционер стремится «вымораживать» оставшихся участников, тем более что они не являются для компании реальными инвесторами.

Европейские и американские правовые порядки пришли к необходимости законодательного закрепления в определенных условиях возможности одностороннего выкупа акций у миноритариев. Новая глава отечественного акционерного закона предусматривает аналогичные правовые механизмы, которые позволяют разрешить описанный конфликт. Законодатель пришел к выводу, что с определенного момента обеспечивать формальные права микроминоритариев становится бессмысленно, и предусмотрел легальную возможность установить полный корпоративный контроль над обществом со стороны одного лица

Законодательно закреплен институт вытеснения миноритариев посредством принудительного выкупа превалирующим акционером принадлежащих им акций. Доминирующий акционер предъявляет владельцам оставшихся акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в эти акции, требование об их выкупе. Владелец ценных бумаг не может уклониться от обязанности передать принадлежащие ему ценные бумаги инициатору выкупа. Это конструкция принудительного «обмена» прав корпоративного контроля на инвестиции. Доминирующий акционер получает полный контроль над обществом, возвращая микроминоритариям их инвестиции по правилам, установленным в законодательстве. По существу, это механизм «закрытия» общества, превращение его из «союза капиталов» в компанию одного лица. Он имеет антиинвестиционный характер и его применение разумно в ограниченном числе случаев.

Принудительный выкуп ценных бумаг не дискриминация, а приведение сложившихся реалий в правовое русло. Как отметил Конституционный суд РФ, это способ «упорядочения объективно протекающих процессов концентрации капитала в открытом акционерном обществе»⁶. Этот правовой институт обеспечивает слабой стороне – миноритарным акционерам гарантии на получение ими если не полностью справедливого, то хотя бы приближенного к справедливой цене возмещения за юридическое оформление того обстоятельства, что их участие в компании фактически прекращено.

⁶ Определение Конституционного Суда РФ от 3 июля 2007 г. N 714-О-П «По жалобам гражданина Петрова Александра Федоровича на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Оценивая ст.84.8 ФЗ «Об АО» Конституционный суд исходил из факта конкуренции интересов различных участников корпоративных отношений и необходимости законодательного обеспечения соблюдения баланса их интересов. Однако это баланс не равнозначных интересов в нем абсолютно доминирует интерес преобладающего инвестора⁷.

Корпоративные отношения основываются не на формальном равенстве участников корпорации, а на принципе признания доминирующей роли значительных по своим размерам инвестиций. Это реализуется в конструкции кворума общего собрания акционеров, принятия решений большинством голосов, владельцев голосующих акций. Интересы участников осуществивших меньшие по размеру инвестиции подчинены интересам преобладающих инвесторов. В случаях, когда разница в размерах инвестиций отдельных участников становится особо значительной (в частности 95% и 5%), то это ведет по существу к игнорированию интересов мелких инвесторов. Концентрация капитала в открытом акционерном обществе достигла той точки, когда возникает потребность юридически оформить то обстоятельство, что ряд мелких инвесторов фактически утратили статус участника, оставаясь ими формально. Однако это формальное участие создает значительные проблемы, в том числе и неэффективные затраты у общества и доминирующего акционера.

Поглощение посредством приобретения значительных пакетов акций преследует цель получить преобладающий, но еще не абсолютный контроль над компанией.

Вытеснение направлено на установление над компанией абсолютного контроля одного лица. Законодательное закрепление института принудительного выкупа акций обеспечивает возможность доведения процесса поглощения компании до логического завершения – превращению ее в компанию одного лица (с возможной последующей сменой организационно правовой формы акционерного общества на общество с ограниченной ответственностью).

Первоначальный опыт вытеснения

Отечественный и зарубежные правопорядки давно озабочены выработкой относительно справедливого механизма вытеснения миноритариев, как заключительного этапа поглощения. Положения главы

⁷ «В условиях, когда преобладающий акционер-инвестор, имеющий намерение осуществлять дальнейшее инвестирование в развитие и модернизацию производства, освоение новой конкурентоспособной продукции и заинтересованный в повышении эффективности корпоративного управления открытым акционерным обществом, фактически самостоятельно определяет стратегию его развития, необходимо установление в законодательном порядке баланса законных интересов, с одной стороны, мажоритарного акционера, которому предоставлено право принудительного выкупа акций, и самого акционерного общества, которое стремится к снижению своих издержек, и, с другой стороны, миноритарных акционеров, чьи права собственности затрагиваются принимаемыми решениями по управлению обществом»

Определение Конституционного Суда РФ от 3 июля 2007 г. N 714-О-П «По жалобам гражданина Петрова Александра Федоровича на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах».

XI.1 ФЗ «Об АО» не первая попытка применения института вытеснения в отечественном корпоративном праве. Первый опыт его использования, основывался на консолидации акций и принудительном выкупе, образуемых при этом «дробных акций». *«В случае образования при консолидации дробных акций последние подлежат выкупу обществом по рыночной стоимости, определяемой в соответствии со статьей 77 настоящего Федерального закона»* (ст. 74 ФЗ «Об АО» в ред. 24. XI. 1995) .

Можно привести пример из нашей практики применения данного механизма вытеснения. Крупное торговое предприятие (г. Саратов) было создано в процессе приватизации. 49% акций было распределено по закрытой подписке среди работников предприятия и 51% акций продано на чековом аукционе. Менеджмент компании предпринял активные действия по наращиванию собственного корпоративного контроля, скупив контрольный пакет акций. В итоге в обществе сложилась следующая структура акционерного капитала: 22 тысячам акционеров принадлежало 14% акций, при этом каждый из них владел менее 100 акциями; 60 акционеров контролировали 86% акций общества, при этом 76% акций принадлежало трем участникам. В этой ситуации 22 тысячи разрозненных миноритариев не могли участвовать в управлении обществом. При этом общество несло значительные затраты на обеспечение их прав (размножение и рассылка бюллетеней для голосования, ведение реестра, постоянная переписка, раскрытие информации и т.п.).

Был применен следующий сценарий вытеснения миноритариев. Проведена консолидация акций общества в соотношении сто к одному, то есть сто акций консолидировались в одну. У 22 тысяч акционеров не оказалось ни одной целой акции. В соответствии с действующей в тот момент редакцией ст. 74 ФЗ «Об АО» образовавшиеся «дробные акции» подлежали принудительному выкупу обществом. По итогам выкупа они были аннулированы. В обществе осталось всего 60 акционеров, при этом, в результате уменьшения уставного капитала, трем преобладающим акционерам стало принадлежать 88% акций.

Аннулирование выкупленных «дробных акций» основывалось на следующих методологических предпосылках. Действующая на тот момент система корпоративного права не предполагала такого объекта гражданских прав как «дробная акция», она не рассматривалась как ценная бумага, удостоверяющая закрепленные в ней права, а представляла лишь право требования выплаты соответствующей части рыночной стоимости акции. Данное право требования прекращалось путем его исполнения: выплатой соответствующей части рыночной стоимости акции.

Указанный механизм был изложен в законе чрезмерно лаконично без должной технико-юридической проработки. Решение о конвертации принималось простым большинством владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров. Не были установлены разумные ограничения на консолидационные соотношения. Эмитент мог

абсолютно произвольно установить, какое количество ранее размещенных акций конвертируется в одну новую. Закон не содержал жестких требований к определению справедливой цены выкупаемых «дробных акций». Их выкуп осуществлялся за счет средств общества, а не за счет преобладающих акционеров, которые повышали свою долю корпоративного контроля. Контролирующие акционеры осуществляли поглощение компании за счет средств самой компании.

Отсутствие детальной технико-юридической проработки описанной процедуры, в конечном счете, привело к значительным злоупотреблениям. Имели место уникальные случаи. В ОАО «Севернефть» было два акционера, одному принадлежало 51%, а другому 49% акций. Акционер, владеющий контрольным пакетом акций, обеспечил принятие общим собранием решения о консолидации 51% акций в одну (конвертационное соотношение составляло несколько миллионов акций в одну). В итоге участника, владеющего 49% акциями общества, оказалась только дробная часть акции, подлежащая принудительному выкупу обществом. При этом цена выкупа определялась советом директоров без привлечения независимого оценщика.

Такая либеральная конструкция вытеснения, предусмотренная первоначальной редакцией статьи 74 ФЗ «Об АО» позволила вытеснять не только миноритариев, но и крупных инвесторов. В итоге в 2002 г. законодатель отказался от принудительного выкупа «дробных акций» и признал их полноправным объектом гражданских прав, обращающихся наряду с целыми акциями.

В главе XI.1 ФЗ «Об АО» закреплена иная конструкция вытеснения. В его основе также лежит конструкция принудительного выкупа акций. Но в данном случае за поглощение компании платит доминирующий акционер, а не сама компания. Установлены объективные пределы, при которых может быть запущен этот механизм. Вытеснению подлежат миноритарии, которым в совокупности принадлежит менее пяти процентов голосующих акций общества (к сожалению, эта идея в действующей редакции акционерного закона выражена не последовательно, и допускается вытеснение акционеров с большим числом акций). Вытеснению должны предшествовать защитные механизмы обеспечивающие возможность возврата инвестиций всем акционерам общества, (направление публичной оферты о приобретении всех акций общества). Установлены специальные требования к порядку определения относительно справедливой цены выкупа акций.

Основания возникновения права на вытеснение

Для того чтобы у доминирующего акционера возникло право в одностороннем порядке выкупать оставшиеся ценные бумаги необходим ряд условий.

В обществе формируется сверхвысокий уровень корпоративного контроля. Одному акционеру или группе аффилированных с ним лиц в

совокупности принадлежит более 95% голосующих акций общества (ценных бумаг, предусмотренных п. 1 ст. 84.1 ФЗ «Об АО»)⁸.

Указанное пороговое значение корпоративного контроля превышено в результате направления публичной оферты о приобретении всех акций общества:

- добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг, предусмотренных п. 1 ст. 84.2 ФЗ «Об АО»;
- обязательного предложения о приобретении всех ценных бумаг, предусмотренных п. 1 ст. 84.2 ФЗ «Об АО».

Учитывая социальную обостренность конструкции вытеснения как завершающего этапа поглощения законодатель, допустил, что она может быть применена только по итогам предварительного задействования защитных механизмов, предоставляющих всем акционерам общества возможность возврата их инвестиций. Вытеснению должно предшествовать направление публичной оферты (добровольного или обязательного предложения) о приобретении всех голосующих акций общества и ценных бумаг, конвертируемых в эти акции.

По итогам публичной оферты приобретено не менее 10% общего количества акций открытого общества.

Предусмотрена еще одна норма, направленная на обеспечение интересов акционеров. Оферент по публичной оферте должен не просто превзойти порог сверхвысокой концентрации корпоративного контроля, но и приобрести не менее 10% общего количества акций общества, предусмотренных п. 1 ст. 84.1 ФЗ «Об АО». Эта норма, по замыслу законодателя, призвана нивелировать ситуацию, когда доминирующий акционер может упразднить защитную функцию публичной оферты, по существу обойти ее. На основании индивидуальных сделок он фактически превышает установленное законом пороговое значение корпоративного контроля, но при этом одна акций оформляется на подставное лицо. Доминирующий акционер становится владельцем 95% голосующих акций. После этого он направляет добровольное предложение, на которое откликается указанное лицо. Пороговое значение корпоративного контроля пройдено на основании акцепта публичной оферты. Право на вытеснение возникло, хотя публичная оферта носила формальный характер.

Мат в три хода

Опыт применения этих конструкций продемонстрировал их определенную искусственность. Доминирующий акционер любыми

⁸Аналогичные нормы в европейских правовых порядках предусматривают установление корпоративного контроля на уровне более 90% голосующих акций общества и в порядке исключения допускают поднятие этой планки до значения в 95%. Отечественный законодатель установил максимально высокую планку концентрации корпоративного контроля в компании, при которой возникает право на вытеснение.

доступными способами получает более 95% корпоративного контроля. Соблюдение иных условий, необходимых для инициирования вытеснения превращается в формальные технические детали. Для вытеснения «излишних» участников чаще всего реализуется процедура, состоящая из трех последовательных этапов.

Во-первых, увеличение уставного капитала общества в пользу преобладающего акционера и/или дружественного с ним инвестора. Увеличение должно быть осуществлено в таком размере, чтобы доля акционеров подлежащих вытеснению стала составлять менее 5% голосующих акций.

Во-вторых, инициатор предстоящего вытеснения направляет в общество публичную оферту о приобретении всех акций (как правило, это добровольное предложение о приобретении всех ценных бумаг поименованных в п.1 ст. 84.2 ФЗ «Об АО»). На эту оферту откликается дружественный инвестор, переуступая не менее 10% голосующих акций общества.

В-третьих, можно запускать механизм вытеснения, предусмотренный ст.84.8 ФЗ «Об АО».

Самым сложным в организационном и финансовом аспектах является первый этап. Следует определиться, каким образом увеличивать уставный капитал. Во сколько раз требуется понизить долю акционеров подлежащих вытеснению, во столько раз следует увеличить размер уставного капитала. Как правило, сопоставляются два варианта:

- закрытая подписка в пользу в пользу преобладающего акционера и/или дружественного с ним инвестора;
- увеличение уставного капитала в результате присоединения общества, участниками которого являются преобладающий акционер и/или дружественный с ним инвестор.

Выбор, прежде всего, зависит от рыночной стоимости акций общества. Цена размещения акций по подписке не может быть ниже их текущей рыночной стоимости⁹. Чем выше эта стоимость, тем больше потребуются инвестиции. Подписка, как правило, очень затратное мероприятие. К ней целесообразно обращаться в том случае, если рыночная стоимость акций общества и соответственно цена их размещения не велики. Но в этом случае может проявиться другой «порок» препятствующий достижения искомой цели – снижению доли определенной части акционеров. Акционеры, не участвующие в подписке, имеют возможность воспользоваться преимущественным правом приобретения дополнительно размещаемых

⁹ «Оплата эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со статьей 77 настоящего Федерального закона» (п.1 ст. 38 ФЗ «Об АО»). «В случаях, когда в соответствии с настоящим Федеральным законом<...> цена размещения<...> определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, они должны определяться исходя из их рыночной стоимости» (п.1 ст. 77 ФЗ «Об АО»).

акций и сохранить свою долю в уставном капитале.¹⁰ Законом предусмотрен специальный механизм защиты прав тех акционеров, которые не поддерживают решение о таком порядке размещения акций. *«Акционеры общества, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о размещении посредством закрытой подписки акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, имеют преимущественное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством закрытой подписки, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории (типа)»* (п.1 ст. 40 ФЗ «Об АО». Если акционеры, не поддержавшие данное решение, воспользуются своим преимущественным правом, то их доля в уставном капитале останется неизменной.

Дорогая подписка обременительна для всех, а дешевая доступна многим.

Независимо от цены размещения ценных бумаг подписка содержит еще один риск. Несогласные миноритарии имеют возможность препятствовать совершению сделок по размещению дополнительных акции в пользу мажоритария. Указанные сделки попадают под признаки сделок с заинтересованностью, предусмотренных п.1 ст.81 ФЗ «Об АО» (сделка между обществом и акционером, который владеет совместно с его аффилированными лицами 20 и более процентов голосующих акций общества)¹¹. Такие сделки подлежат предварительному одобрению большинством не заинтересованных акционеров, которые могут их заблокировать.

Альтернативой подписке может быть увеличение уставного капитала в процессе присоединения общества, участниками которого являются преобладающий акционер и/или дружественный с ним инвестор. Эти лица изначально делают инвестиции в иную коммерческую организацию, а затем присоединяют ее к «основному» обществу. При реорганизации акционерного общества в форме присоединения к нему другого общества дополнительные акции общества-правопреемника размещаются посредством их конвертации в акции, принадлежащие акционерам общества-правопредшественника. У этого варианта несколько преимуществ.

¹⁰ Это «порок» устраняется следующим приемом. По подписке размещаются привилегированные акции новых категорий (типов), которые ранее не размещались в обществе. В этом случае владельцы акций тех категорий (типов), которые размещены в обществе, не имеют преимущественного права приобретения дополнительно размещаемых ценных бумаг новых категорий (типов). В дальнейшем эти привилегированные акции ввиду не объявления по ним дивидендов (или объявления дивидендов по ним в неполном размере) трансформируются в голосующие.

¹¹ «Решение об одобрении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, принимается общим собранием акционеров большинством голосов всех не заинтересованных в сделке акционеров - владельцев голосующих акций в следующих случаях:

если сделка или несколько взаимосвязанных сделок являются размещением посредством подписки или реализацией акций, составляющих более 2 процентов обыкновенных акций, ранее размещенных обществом, и обыкновенных акций, в которые могут быть конвертированы ранее размещенные эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции» (п.4 ст.83 ФЗ «Об АО»).

Первое. Исключается возможность размещения дополнительных акций иным лицам, помимо тех, кто является участником присоединяемого общества.

Второе. Это менее затратный способ увеличения уставного капитала. Он основывается на том обстоятельстве, что участники реорганизации свободны в установлении применяемыми ими коэффициентов конвертации. Определение коэффициентов конвертации и порядка конвертации происходит в договоре о присоединении и является его условием. Закон и иные правовые акты не предписывают содержания этих условий договора о присоединении. Согласно принципу свободы договора стороны могут по своему усмотрению определять их (ст.421 ГК РФ).

Посредством определенным образом заданных коэффициентов конвертации акционеры присоединяемого общества могут с незначительными инвестиционными затратами достичь необходимой доли в уставном капитале общества, к которому осуществляется присоединение.

Поясним примером. Уставный капитал «основного» общества состоит из 15000 акций, с рыночной стоимостью по 100 тыс. рублей. Для его увеличения в два раза по подписке следует инвестировать не менее 1,5 миллиардов рублей.

При реорганизации общества в форме присоединения ситуация будет выглядеть следующим образом. Преобладающим акционером и/или дружественным с ним лицом учреждается «техническое» общество с уставным капиталом в 15000 акций и ценой размещения в 100 рублей (сумма инвестиций составила 1,5 миллиона рублей). Это общество присоединяется к «основному». Стороны, воля которых определяется доминирующим акционером, договариваются, что коэффициент конвертации составляет единицу. Уставный капитал «основного» общества удваивается, при этом сумма инвестиций в тысячу раз меньше чем в первом примере.

Третье. При реорганизации общества в форме присоединения и слияния положения о сделках с заинтересованностью не применяются (п.2 ст. 81 ФЗ «Об АО»).

Реорганизация по сравнению с подпиской более сложна в организационном плане, но менее затратна в финансовом.

Механизм вытеснения может быть запущен с момента приобретения одним лицом или группой аффилированных с ним лиц 75% голосов в общем собрании акционеров. Распоряжение указанным количеством голосов позволяет обеспечить принятие решений направленных на увеличение уставного капитала общества. Для их принятия может быть достаточно и менее 50% голосующих акций, все зависит от явки акционеров на собрание. Допустим, в собрании приняли участие владельцы 50% голосующих акций и плюс одна акция, что обеспечивает его кворум. Решения о размещении акций по подписке или реорганизации общества принимается большинством в три четверти голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в собрании. В нашем примере это 37,5% голосующих акций общества.

Следующий шаг – добровольное предложение о приобретении всех ценных бумаг поименованных в п.1 ст. 84.2 ФЗ «Об АО». На это предложение, естественно, отвлекается «дружественный» инвестор, который приобрел необходимое количество ценных бумаг. В итоге инициатор предстоящего вытеснения становится владельцем более 95% голосующих акций на основании направленной им публичной оферты.

И завершающий аккорд – запуск механизма вытеснение тех, кто изначально мог владеть даже более 25% голосующих акций общества, но в итоге стал владельцем менее 5%.

С определенного уровня концентрации корпоративного контроля у одного лица или группы аффилированных лиц (это рубеж 75% голосов в общем собрании акционеров) вытеснение оставшихся акционеров, говоря языком шахматистов, представляет принудительный мат в три хода.

Основная проблема схемы – это расходы на ее реализацию. Самой затратной частью являются выплаты вытесняемым акционерам за ценные бумаги. Инициатор вытеснения сопоставляет бюджет его проведение с затратами и рисками связанными с пребыванием в обществе иных акционеров. На основании этого сопоставления делается вывод о целесообразности проведения вытеснения.

Специальные требования к порядку вытеснения

Установлены особые требования к сделкам по выкупу ценных бумаг. Воля преобладающего акционера ограничена нормами корпоративного права, которые регламентируют их условия. Законодатель не только обеспечивает легальную возможность установления полного корпоративного контроля над компанией, но и дает гарантии относительно справедливого возврата инвестиций вытесняемым микроминоритариям. Слабая сторона в правоотношении защищена специальными нормами права, на основании которых осуществляется принудительный выкуп ценных бумаг.

Право доминирующего акционера на совершение указанных сделок ограничено во времени. Он может предъявить требование о выкупе оставшихся ценных бумаг в срок не более шести месяцев с момента окончания срока акцепта публичной оферты, на основании которой он стал самостоятельно или с учетом акций его аффилированных лиц владельцем более 95% голосующих акций общества. Вытеснение – это финальная часть поглощения, ограниченная во времени.

Острой является проблем цены, по которой должен происходить принудительный возврат инвестиций при вытеснении.

Используется принципы «независимой» и «пороговой» цены.

«Независимая» цена предполагает, что каждая ценная бумага одного вида, категории (типа) выкупается по единой цене в период всего действия процедуры выкупа.

Также реализуется принцип «пороговой» цены. В данном случае законодатель установил три пороговых значения.

Первое. Цена выкуп не может быть ниже цены, по которой были приобретены ценные бумаги соответствующего вида, категории (типа) на основании публичной оферты, в результате которой инициатор вытеснения стал владельцем более 95% общего количества акций открытого общества, указанных в п. 1 ст. 84.1ФЗ «Об АО».

Второе. Выкуп осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, которая определяется независимым оценщиком.

Третье. Преобладающий акционер или аффилированные с ним лица могли приобрести ценные бумаги после завершения срока акцепта публичной оферты. Во внимание принимается максимальная цена этих сделок¹².

Владелец ценных бумаг, не согласившийся с ценой выкупаемых ценных бумаг, вправе обратиться в арбитражный суд с иском о возмещении убытков, причиненных в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг. Указанный иск может быть предъявлен в течение шести месяцев со дня, когда такой владелец ценных бумаг узнал о списании с его лицевого счета (счета депо) выкупаемых ценных бумаг. Предъявление владельцем ценных бумаг указанного иска в арбитражный суд не является основанием для приостановления выкупа ценных бумаг или признания его недействительным.

Законодатель императивно установил форму оплаты выкупаемых ценных бумаг только деньгами (п. 4 ст. 84.8 ФЗ «Об АО»).

Акции государства подлежат вытеснению

Следует обратить внимание на еще одну существенную новацию, которой пополнился Федеральный закон «О приватизации государственного и муниципального имущества» (далее – ФЗ «О приватизации...»). На акции, принадлежащие государству, также распространили процедуру вытеснения. Если в обществе сложилась сверхвысокая концентрация корпоративного контроля, то на эти ценные бумаги также распространяются правила ст. 84.8 ФЗ «Об АО», то есть эти ценные бумаги могут быть выкуплены в одностороннем порядке.

В связи с этим расширен перечень сделок, на основании которых могут отчуждаться акции, принадлежащие государству. Пункт. 2 ст. 3 Федерального закона «О приватизации государственного и муниципального имущества» дополнен подпунктом 12 следующего содержания: *«акций открытого акционерного общества, а также ценных бумаг,*

¹² Последнее из пороговых значений является источником конфликта. Доминирующий акционер вряд ли будет в этот период совершать сделки по приобретению ценных бумаг по цене выше той, которая была указана в ранее направленной им публичной оферте. Зачем ему целенаправленно завышать цену предстоящего выкупа ценных бумаг? Однако существует возможность аффилированных с ним лиц влиять на эту цену, что допускает различного рода злоупотребления, тем более, что эти лица подлежат вытеснению наряду с другими владельцами ценных бумаг.

конвертируемых в акции открытого акционерного общества, в случае их выкупа в порядке, установленном статьей 84.8 Федерального закона от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

Следует обратить внимание, что законодатель распространил на ценные бумаги, принадлежащие государству только сделки, предусмотренные ст. 84.8 ФЗ «Об АО», но не распространил правила ст. 84.7 ФЗ «Об АО». Государство не может использовать защитный механизм и требовать по своей инициативе у доминирующего акционера выкупа принадлежащих ему ценных бумаг. Только доминирующий акционер может проявить инициативу по выкупу ценных бумаг, принадлежащих государству.