



**УРЕСКУЛ** Сергей Владиславович,  
генеральный директор ЗАО «Институт  
Корпоративных Технологий»

## ПРОБЛЕМЫ КОНЦЕНТРАЦИИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

**Статья рассматривает проблемы нарушения имущественных интересов миноритарных акционеров при применении процедуры вытеснения в непубличных компаниях.**

Более трех лет назад (с 1 июля 2006 г.) вступили в силу изменения в Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — ФЗ об АО), подробно детализировавшие правила приобретения крупных пакетов акций открытых акционерных обществ (далее — ОАО). До вступления в силу указанных положений установление корпоративного контроля посредством публичных поглощений также было возможно, однако процесс не был четко урегулирован, и поэтому в основном использовались различные искусственные схемы получения контроля над корпорациями. (В частности, самым простым механизмом вытеснения миноритарных акционеров была консолидация акций. При консолидации устанавливался большой коэффициент консолидации, при котором у миноритария появлялись дробные акции, подлежащие выкупу в соответствии с ФЗ об АО. Ввиду накопленной судебной практики, законодатели вышеизложенную недоработку устранили и несоответствующие закону положения были исключены).

Несмотря на столь непродолжительный период существования главы XI. 1 ФЗ об АО («Приобретение более 30 процентов акций открытого общества») указанная глава из-за наличия заложенного в ней конфликта интересов породила серьезную проблему.

В общих чертах ее суть можно сформулировать следующим образом: действующее законодательство, регулирующее вопросы концентрации акционерного капитала, «позаимствовано» нашими законодателями из опыта зарубежных стран (в частности, взята за образец Директива Европейского парламента и Совета 2004/25/СЕ от 21 апреля 2004 года), где осуществляется поглощение исключительно публичных компаний. Таким образом, это законодательство рассчитано на применение к компаниям, акции которых обращаются на открытом рынке, цены на акции формируются под влиянием рыночных факторов, и собственниками предприятий вполне допускается, что какая-то часть (или все) акции могут быть скуплены у их владельцев.

Российская же практика такова, что процедуры вытеснения применяются не только к непубличным ОАО, но даже к закрытым акционерным обществам. Казалось бы, законодательство не предусмотрело даже гипотетическую возможность применения вышеуказанных норм к закрытым акционерным обществам. Однако преобразование ЗАО в ОАО — не слишком сложная процедура, не содержащая даже тех механизмов защиты прав акционеров, которые закон ввел для случая реорганизации. В результате имеет место массовое нарушение

прав и имущественных интересов миноритарных акционеров.

Рассмотрим классическую схему абсолютной концентрации акционерного капитала, т.е. консолидации 100% акций на одном лице в обществах, доля миноритарных акционеров в которых составляет 25 и более процентов. В отношении ЗАО такая процедура предусматривает 4 этапа:

- преобразование ЗАО в ОАО;
- увеличение уставного капитала в ОАО посредством размещения дополнительных акций по закрытой подписке в пользу мажоритарного акционера или формально неаффилированного лица;
- направление остальным акционерам добровольного или обязательного предложения (в зависимости от выбранной схемы вытеснения);
- направление требования об обязательном выкупе ценных бумаг.

Естественно, если мы говорим о непубличных открытых акционерных обществах, то первый этап тут отсутствует.

Нарушение имущественных интересов миноритариев здесь связано с отсутствием в ФЗ об АО требования о том, что акции дополнительного выпуска должны размещаться по цене не ниже рыночной.

Существующая в данный момент норма в ФЗ об АО гласит: «Оплата дополнительных акций общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со статьей 77 настоящего Федерального закона, но не ниже их номинальной стоимости». И, хотя ст. 77 и устанавливает, что в случаях, когда в соответствии с ФЗ об АО цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, они должны формироваться исходя из их рыночной стоимости, однако право определить окончательную цену остается за советом директоров. Таким об-

разом, совет директоров своим коллегиальным решением вполне может определить, что рыночная цена одной акции равна ее номинальной стоимости. И в дальнейшем никаких отчетов, подтверждений или экспертиз для регистрации дополнительного выпуска ценных бумаг в регистрирующем органе не требуется — только протокол совета директоров с вопросом об определении цены размещения акций дополнительного выпуска.

Следствием подобной схемы увеличения уставного капитала является то, что существенная доля дополнительных выпусков ценных бумаг размещается по номинальной цене. В результате чего акции основного выпуска значительно обесцениваются: в сотни, а то и тысячи раз, так как номинал акций совершенно не отражает их рыночную стоимость.

Рассмотрим стандартный пример дополнительной эмиссии ценных бумаг.

Условия: уставный капитал равен 10 000 руб. и состоит из 10 000 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 1 руб. Акционер А (мажоритарий) владеет 95% акций. Акционер Б (миноритарий) — 5%. Стоимость бизнеса приблизительно можно приравнять к стоимости собственного капитала, т.е. чистым активам. Итак, чистые активы компании составляют 100 000 000 руб. Для определения рыночной цены акции примем упрощенный подход: будем ее определять как отношение стоимости чистых активов к общему количеству находящихся в обращении акций.

Результаты несложного расчета удобно отразить в **таблице 1**.

Итак, как мы видим, дополнительная эмиссия в размере 1 000 000 рублей, в случае, если дополнительные акции размещаются по номинальной стоимости, уменьшает рыночную стоимость акций основного выпуска с 10 000 рублей за штуку до 100 рублей за штуку (в сто раз). Что характерно, каждый вложенный инвестором, участвующим дополнительной эмиссии ценных бумаг, рубль превращается в 100 рублей. (Не-

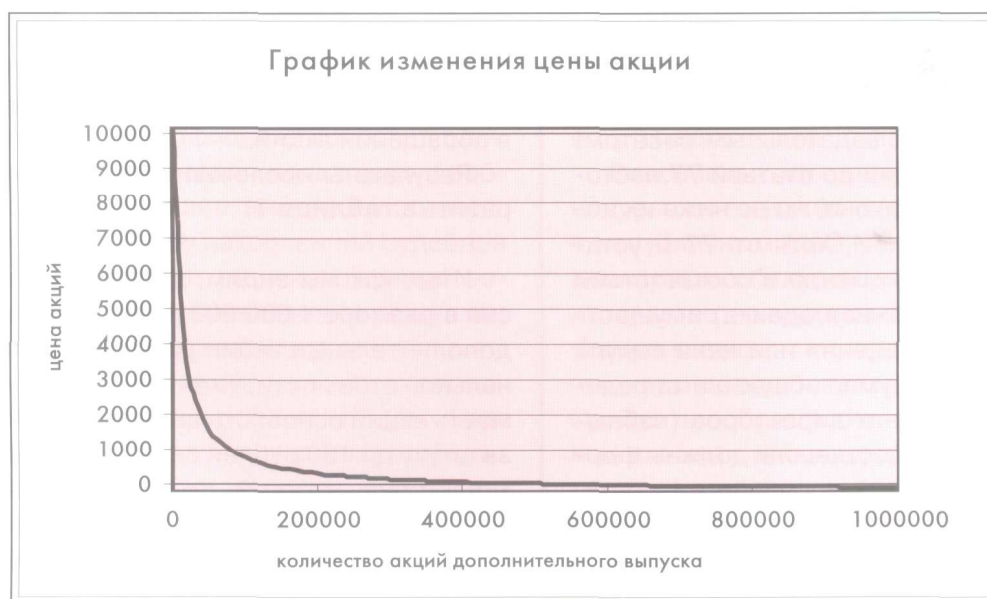
**Таблица 1.** Изменение цены одной акции при дополнительной эмиссии, размещение акций по номиналу.

№ пп	Размер дополнительной эмиссии, руб.	Цена 1 акции после дополнительной эмиссии, руб.
1	0	10000,00
2	100 000	910,00
3	200 000	477,14
4	300 000	323,55
5	400 000	244,88
6	500 000	197,06
7	600 000	164,91
8	700 000	141,83
9	800 000	124,44
10	900 000	110,87
11	1 000 000	100,00

плохая рентабельность — 10 000%). Т. е. стоимость 5%-ного пакета акций миноритария падает с 5 млн. рублей до 50 тыс. рублей. Вот такая арифметика.

Динамика «съедания» рыночной стоимости акций миноритариев при подобной эмиссии наглядно иллюстрируется на приводимом графике.

**График 1.** Динамика «съедания» рыночной стоимости акций миноритариев.



Естественно, что снижение рыночной стоимости акций по результатам эмиссии отразится и на их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком для целей последующего направления требования о принудительном выкупе.

Конечно, такое изменение структуры акционерного капитала возможно лишь при условии неучастия в дополнительной эмиссии миноритария. Однако имея возможность принять нужные решения о дополнительном выпуске на собрании акционеров, мажоритарий в состоянии объявить крупный размер дополнительной эмиссии, участие в которой окажется миноритария не по карману. Либо мажоритарий может проводить дополнительные эмиссии регулярно и ждать, когда миноритарий перестанет в них участвовать.

Или, например, установить в решении долю, при размещении которой выпуск будет признан несостоявшимся (п. 8.7 Приложения 4 (4) к Стандартам эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг), например, 75%. Подождать, когда миноритарий оплатит свою долю, признать выпуск несостоявшимся и полгода возвращать деньги в соответствии с порядком, определенном в п.п. 5.5 и 6.5 Поста-

новления ФКЦБ РФ от 8 сентября 1998 г. № 36 Об утверждении Положения о порядке возврата владельцам ценных бумаг денежных средств и иного имущества, полученных эмитентом в счет оплаты ценных бумаг, выпуск которых признан несостоявшимся или недействительным, — проводя в этот период другие эмиссии, на участие в которых у миноритария не будет средств. Какую схему использовать мажоритария — совершенно не принципиально.

Между тем, устранить проблему достаточно легко. Надо лишь внести в законодательство нормы о том, что:

а) акции дополнительного выпуска должны размещаться по цене не ниже рыночной;

б) рыночная цена должна определяться, исходя из отчета независимого оценщика;

в) достоверность сведений в отчете оценщика должна быть подтверждена саморегулируемой организацией оценщиков.

Предложенная нами формулировка порядка определения цены акций дополнительного выпуска устраняет даже теоретическую возможность существования такой ситуации, когда при поступлении в общество дополнительных инвестиций рыночная цена акций этого общества снижается.