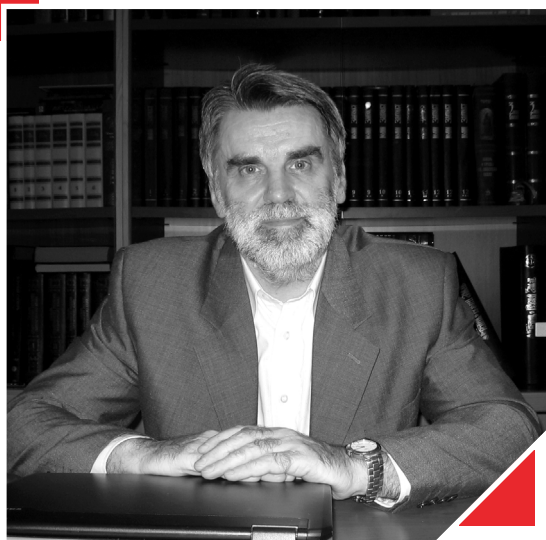


Актуально в кризис

ЭМИССИЯ КАК СПОСОБ ЗАЩИТЫ В КОРПОРАТИВНЫХ КОНФЛИКТАХ



Александр СМЫСЛОВ,
К. Э. Н.

компания «Корпоративные юристы Смысловы» (г. Москва)



Павел СМЫСЛОВ,
К. П. Н.

О защите бизнеса нужно думать, когда угроза носит еще потенциальный характер. Один из наиболее эффективных вариантов превентивной защиты в акционерных обществах — эмиссия дополнительных акций, размещаемых по закрытой подписке. Это действенное средство борьбы против агрессивных действий как рейдеров, так и гринмейлеров.

Дополнительная эмиссия акций демонстрирует большую эффективность, чем другие методы защиты от корпоративных захватов и шантажа.

Например, концентрация контрольного пакета акций в одних руках (довольно распространенный способ защиты от корпоративных захватов) не гарантирует, что акционерное общество не подвергнется атаке. Наличие недовольных миноритарных акционеров — это фактор, который провоцирует агрессию со стороны как внутренних, так и внешних сил, а иногда и тех и других вместе. Ведь даже миноритарии, обладающие относительно небольшим количеством акций, могут фактически парализовать деятельность общества путем подачи недуманных исков.

Крупный пакет акций, принадлежащий государству, также не гарантирует защиту от захвата. Кроме того, чем большим пакетом акций владеет государство, тем больше шансов у общества быть подвергнутым атаке. Объясняется это тем, что государственный пакет акций в любой момент может быть выставлен на продажу и неизвестно, кто станет его покупателем. Агрессору намного легче решить свои проблемы в ходе «приватизации» принадлежащих государству акций, чем заниматься скупкой акций у других акционеров.

По сравнению с данными способами эмиссия дополнительных акций, размещаемых по закрытой подписке, является высокоэффективным средством борьбы с агрессивными устремлениями. Во-первых, агрессору становится труднее удержать захваченные позиции (доля уже скупленных им акций может сократиться). Во-вторых, при проведении эмиссии агрессор столкнется с незапланированными расходами — на покупку акций, размещаемых по закрытой подписке. При этом, покупая их, агрессор не увеличивает свою долю, а фактически инвестирует в акционерное общество, которое ему не принадлежит, т. е. финансово подкрепляет

позиции обороняющейся стороны. Поэтому такие расходы, с точки зрения агрессора, являются не только незапланированными, но и неоправданными. А если эмиссии будут следовать одна за другой, это во много раз усложнит захват.

Наш опыт показывает, что эмиссия дополнительных акций заставляет агрессора менять тактику и стратегию своих действий. Например, при защите ОАО «Перспектива» (г. Москва) агрессор принял решение отступить, продав уже приобретенный им пакет акций. При защите ОАО «Шатурский хлебокомбинат» (г. Шатура) агрессор прекратил свои действия и вместе с владельцами общества нашел разумный компромисс, что расценивается нами как победа. В некоторых других случаях, например при защите ЗАО «Коломчаночка» (г. Коломна) или ОАО «Хлеб» (Московская область), агрессоры посчитали, что им удастся нейтрализовать негативные для себя последствия эмиссий в судах.

Два варианта проведения закрытой подписки

Согласно п. 1 ст. 40 Федерального закона от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО), различают два варианта закрытой подписки.

Первый — когда дополнительные акции размещаются среди заранее определенного круга лиц (не обязательно, чтобы эти лица уже являлись акционерами). При этом акционеры, не участвовавшие в собрании, на котором принималось решение о размещении, или голосовавшие против такого решения, имеют преимущественное право приобретения дополнительных размещаемых акций с тем, чтобы результаты эмиссии не повлекли уменьшение доли акционеров в уставном капитале.

Второй способ заключается в том, что дополнительные акции размещаются среди всех акционеров. Причем они вправе приобрести из числа дополнительных акций количество,

пропорциональное количеству акций, которыми владели до этого. Важно, чтобы дополнительных акций хватало для соблюдения данного условия. Однако их можно эмитировать и в большем количестве, что предусмотрено п. 6.4.8 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденных приказом ФСФР России от 25.01.07 № 07-4/пз-н (далее — Стандарты эмиссии).

В своей практике мы всегда выбираем второй вариант закрытой подписки. Это связано с тем, что при первом варианте инициаторы эмиссии вынуждены четко обозначить лиц, в интересах которых она проводится. Данное обстоятельство может быть расценено многими акционерами, которые ранее лояльно относились к инициаторам эмиссии, как покушение на свои интересы. В результате оппозиция в обществе может только усилиться. Второй вариант позволяет этого избежать.

Правильный выбор момента

При использовании дополнительной эмиссии для защиты от корпоративного захвата важнейшее значение имеет своевременное начало этой процедуры. Конечно, эмиссия может помочь, когда атака агрессора уже началась. Но в подобной ситуации все же появляются риски, которые могут не позволить применить оружие. Например, временной фактор: процедура эмиссии от принятия решения советом директоров по созыву собрания акционеров, на котором принимается решение о размещении дополнительных акций, до регистрации отчета об итогах их выпуска занимает не менее полугода, а может продлиться и год, и полтора, и более. Так, процедура эмиссии дополнительных акций ОАО «Хлеб», начатая весной 2004 года, заняла более четырех лет.

Мы убедились, что наиболее эффективно применять это средство превентивно. Можно, накопив необходимые денежные ресурсы, заранее (скажем даже — на всякий случай) принять

решение о размещении дополнительных акций. Такое решение действительно в течение шести месяцев (п. 2.3.3 Стандартов эмиссии). В течение этих шести месяцев любой потенциальный агрессор будет под угрозой неизбежной

 Наличие недовольных миноритарных акционеров – это фактор, который провоцирует агрессию со стороны как внутренних, так и внешних сил, а иногда и тех и других вместе

потери того «плацдарма», который он попытается захватить в обществе, начав покупку акций. Ведь участником закрытой подписки он стать не сможет. Уже это обстоятельство будет «охлаждать» многие агрессивные устремления. Именно такую стратегию обороны мы избрали при защите ОАО «Хлеб». Причем решение о размещении акций было принято сразу после того, как общество получило информацию о готовящейся продаже акций, принадлежащих государству, и предложениях о продаже акций, поступивших некоторым нелояльным миноритарным акционерам. Инициатором таких предложений было некое ООО, которое представляло интересы одного из крупнейших банковских холдингов. Это ООО и стало победителем аукциона по продаже государственных акций.

ООО предъявило ОАО «Хлеб» свои вновь приобретенные права. Но общество продолжило действия по эмиссии дополнительных акций.

По срокам это выглядело так:

- март 2004 г. — получена информация о готовящейся продаже акций, принадлежащих государству, и предложениях о продаже акций, поступивших некоторым миноритариям;
- апрель 2004 г. — совет директоров принял решения о созыве собрания акционеров и определении рыночной стоимости одной акции дополнительного выпуска;

■ май 2004 г. — принято решение о размещении дополнительных акций, которым определена дата составления списка лиц, имеющих право на участие в подписке (дата проведения собрания);

■ август 2004 г. — подведены итоги аукциона по продаже 25-процентного государственного пакета акций, победитель аукциона предъявил обществу права на эти акции;

■ август 2004 г. — принято решение о выпуске акций и направлении его на государственную регистрацию;

■ октябрь 2004 г. — государственная регистрация выпуска акций.

В результате в октябре 2004 г. приобретатель государственного пакета акций убедился, что общество запустило механизм эмиссии, по итогам которой доля этого пакета уменьшалась в 10 раз. Принять участие в закрытой подписке новый акционер не мог по условиям подписки. А государство, которое формально таким правом обладало (оно было включено в список потенциальных участников подписки), реализовать его фактически уже не могло.

Порядок определения цены дополнительных акций

Однако не всегда все проходит гладко для обороняющейся стороны. Надо быть готовым защитить достигнутый успех в арбитражном суде. В приведенном нами примере превентивных мер для защиты ОАО «Хлеб» оказалось недостаточно. Противник попытался «торпедировать» процедуру эмиссии. Но, так как эмиссия формально не затрагивала его интересы (захватчик не был включен в список возможных участников подписки), он обратился за помощью к нелояльным миноритарным акционерам, используя их в качестве истцов.

В феврале 2005 г. в арбитражный суд был направлен иск миноритарного акционера к ОАО «Хлеб» и региональному отделению ФСФР России в Центральном федеральном округе

(далее — РО ФСФР России) об отмене решения внеочередного общего собрания общества, принявшего решение о размещении дополнительных акций, и признании недействительным их выпуска. К этому времени дополнительные акции общества были уже размещены, но РО ФСФР России в апреле 2005 г. вынуждено было приостановить регистрацию отчета об итогах их выпуска до окончания судебных разбирательств.

Истец в качестве повода для признания решения общего собрания недействительным выдвинул якобы имевшее место несоответствие установленной собранием цены размещения акций рыночной цене. По мнению истца, в результате подобного занижения рыночной цены общество недополучило инвестиции, на которые могло бы рассчитывать при «обоснованной» рыночной цене, и это обстоятельство якобы нарушает его права.

Суд удовлетворил ходатайство истца о привлечении независимого оценщика для определения рыночной стоимости акций общества на момент проведения собрания, т. е. задним числом. Жалобы общества на то, что предложенный истцом оценщик — фирма, напрямую аффилированная с противником, были отклонены.

ОАО «Хлеб» построило свою линию обороны в суде на том, что ст. 77 Закона об АО не требует обязательного привлечения независимого оценщика для определения цены размещения акций. Указанная функция является прерогативой совета директоров общества.

Между тем оценка, проведенная по ходатайству миноритарного акционера, и составленный «независимым» оценщиком отчет о ней полностью удовлетворяли противника.

Однако ОАО смогло получить в свое распоряжение другой отчет независимого оценщика, которого привлекал для оценки рыночной стоимости акций Российский фонд федерального имущества, когда выставял на продажу пакет акций, принадлежащих государству. Даты, на

которые оценивались акции в обоих отчетах, практически совпадали (разница составляла всего три месяца). Но результаты отличались на порядки (в первом случае — 341 руб. за одну акцию из общего количества 381 700 находившихся в обращении и подлежащих размещению по закрытой подписке акций, во втором случае — 275 руб. за одну акцию, но из общего количества всего лишь 8670 акций, составлявших государственный пакет). Оба отчета ОАО направило на экспертизу в Росимущество, которое, в свою очередь, признало оба отчета недостоверными.

Это облегчило арбитражному суду вынесение объективного решения: в удовлетворении исковых требований было отказано.

Во всех судебных инстанциях ОАО использовало довод, что никто: ни совет директоров, ни независимый оценщик — не может определить рыночную стоимость акций, выпуск которых еще не состоялся и которые представляют собой на момент оценки лишь виртуальный объект.

Совет директоров обязан был определить цену размещения акций дополнительной эмиссии, решение о размещении которых еще не принято, а начало размещения после принятого решения могло быть отложено согласно Стандартам эмиссии на целый год. К тому же совет директоров, определяя цену размещения акций среди акционеров, должен был учитывать и их материальные возможности для покупки указанных акций. Эти факторы независимые оценщики никогда не принимают во внимание, поэтому их заключения носят абстрактный характер. Апелляционная инстанция подтвердила решение первой инстанции суда. Обе судебные инстанции обоснованно ссылались на информационное письмо Президиума ВАС РФ от 30.05.05 № 92 «О рассмотрении арбитражными судами дел об оспаривании оценки имущества, произведенной независимым оценщиком». Согласно этому письму, «если законом для органов управления юридического лица

предусмотрена обязательность привлечения независимого оценщика (обязательное проведение оценки) без установления обязательности определенной им величины стоимости объекта оценки, то судам следует иметь в виду, что оценка, данная имуществу оценщиком, носит лишь рекомендательный характер».

ФАС Московского округа постановлением от 11.05.07 № КГ-А40/2621-07-П поставил точку в этом деле (которое рассматривалось в судах более двух лет), оставив в силе акты нижестоящих судов.

Дополнительная эмиссия не нарушает прав миноритариев

Еще один пример защиты акционерного общества от захвата путем проведения дополнительной эмиссии показывает, какие аргументы могут использовать недовольные эмиссией миноритарные акционеры, чтобы оспорить ее результаты. Данный пример также демонстрирует доводы, позволяющие ответчику (т. е. акционерному обществу) отклонить необоснованные претензии миноритариев.

Группа миноритарных акционеров ЗАО «Колмчаночка», в совокупности владеющих пакетом обыкновенных акций в размере более 10%, пыталась совершить переворот в обществе, для чего привлекла известную московскую рейдерскую фирму. Столкнувшись с эмиссией дополнительных акций, размещаемых по закрытой подписке, рейдерская фирма отступила. Но указанная группа в своих интересах подала исковое заявление в Арбитражный суд Московской области. Истцы требовали признать недействительными решения внеочередного общего собрания акционеров о внесении в устав общества положений, связанных с увеличением количества объявленных акций, и о размещении дополнительных акций в пределах объявленных акций.

В обоснование своих требований миноритарии указали в иске, что решение о внесении

изменений в устав общества об увеличении числа объявленных акций серьезно нарушает их права. Якобы ограничиваются их права требовать проверки финансово-хозяйственной деятельности общества, вносить предложения в повестку дня общего собрания, а также предложения по кандидатурам членов совета директоров, ревизионной комиссии и на должность генерального директора. Кроме того, размер дивидендов, которые миноритарии могут получить после принятия данного решения, уменьшается пропорционально увеличению количества объявленных акций. В связи с этим истцы в соответствии с п. 1 ст. 75 Закона об АО потребовали выкупа акций, в чем и состоял их непосредственный интерес после провалившейся попытки совершить переворот с помощью рейдера.

 Нереализация акционером права на приобретение дополнительных акций не ограничивает его прав на получение дивидендов и на участие в управлении обществом 

Численность этой группы акционеров была значительна: 15 пенсионеров — бывших работников общества. На это истцы делали особый упор. Все они являлись на судебные заседания, изображая жертв социальной несправедливости. Суд даже специально исследовал вопрос о материальном положении истцов и откладывал вынесение решения, обязывая стороны найти справедливый выход из положения через заключение мирового соглашения, призванного обеспечить истцам удовлетворяющую их материальную компенсацию. Тем не менее представленные суду доказательства связи миноритарных акционеров с рейдерской фирмой позволили снять «социальный фон» с существа дела. Общество со своей стороны считало, что объявленные акции не принадлежат акционе-

рам, не учитываются на их лицевых счетах. Этими акциями невозможно распоряжаться, и права по ним акционеры реализовать не могут до момента их размещения. Действовавшая до принятия изменений редакция устава общества также содержала положения об объявленных акциях.

Кроме того, истцы были включены в число потенциальных участников подписки. Они наравне с другими акционерами имели возможность на первом этапе эмиссии приобрести целое число размещаемых дополнительных акций пропорционально количеству принадлежащих им акций. Тем самым истцы могли добиться того, чтобы их доля в уставном капитале не сократилась. К тому же сразу после принятия решения об эмиссии внеочередным общим собранием акционеров истцы направили в адрес общества заявки на участие в подписке на акции дополнительной эмиссии, но оплачивать их отказались.

Для защиты в суде общество эффективно использовало и судебную практику, в частности постановление ФАС Московского округа от 03.06.05 № КГ-А40/3540-05, вынесенное по аналогичному делу. В нем сказано, что нереализация акционером права на приобретение дополнительных акций не ограничивает его прав на получение дивидендов и на участие в управлении обществом. Только от желания акционера зависит, воспользоваться таким правом или нет. Этот же суд в постановлении от 13.03.03 № КГ-А40/742-03 установил, что «уменьшение доли участия истца в уставном капитале ответчика в результате принятия решения об увеличении уставного капитала само по себе не влечет ограничений прав истца».

Данные прецеденты помогли суду первой инстанции вынести решение в пользу ответчика (решение Арбитражного суда Московской области от 27.04.06 по делу №А41-К1-29257/05). Это решение было в дальнейшем подтверждено апелляционной инстанцией.