

НЕТРИВИАЛЬНЫЕ СПОСОБЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ

Сергей Урескул

генеральный директор ЗАО «Институт Корпоративных Технологий» аспирант академии маркетинга и социально-информационных технологий



Экономический смысл привилегированных акций состоит в том, чтобы предоставить их владельцу большую гарантию выплат по сравнению с гарантиями владельцам обыкновенных акций. Однако это утверждение более характерно для теории корпоративного права, на деле ситуация складывается несколько иным образом. Привилегированные акции осуществляют другие функции, чем те, которые предусмотрел законодатель, отличные от роли этого инструмента в сложившейся мировой корпоративной практике. О реальном использовании такого механизма как привилегированные акции в инвестиционных целях пойдет речь в нашей статье.

Миф о преимуществах привилегированных акций

Попытаемся выяснить, почему привилегированные акции зачастую воспринимаются инвестором как ценные бумаги, гарантирующие более высокий уровень доходности, чем обыкновенные акции.

В соответствии со ст. 25 Закона об АО общество размещает обыкновенные акции и вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 процентов от уставного капитала общества. В соответствии с п. 2. ст. 43 вышеупомянутого закона общество не вправе принимать

решение (объявлять) о выплате дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, размер дивидендов по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) по которым определен уставом общества.

Судя по всему инвестор, анализируя указанные положения закона, делает вывод, что владельцы привилегированных акций имеют преимущество перед

акционерами-владельцами обыкновенных акций при начислении дивидендов, так как в соответствии с законом дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются до их выплаты владельцам привилегированных акций.

Возможно, инвесторы этого не осознают, но парадокс ситуации состоит в том, что даже если размер дивидендов по привилегированным акциям закреплен в уставе (предположим, на уровне 10% от чистой прибыли), то это еще не означает, что при наличии в обществе чистой прибыли по итогам года эти дивиденды будут выплачены.

Для того чтобы дивиденды были выплачены, необходимо решение общего собрания акционеров. Причем на таком общем собрании (если это первое собрание акционеров с момента вы-

пуска привилегированных акций) владельцы привилегированных акций голосовать не будут. В соответствии с п. 5 ст. 32 Закона об АО акционеры — владельцы привилегированных акций определенного типа, размер дивиденда по которым определен в уставе общества, за исключением акционеров — владельцев кумулятивных привилегированных акций, имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям этого типа. Право акционеров-владельцев привилегированных акций такого типа участвовать в общем собрании акционеров прекращается с момента первой выплаты по указанным акциям дивидендов в полном размере. Принципиальное решение о выплате дивидендов, равно как и решение о размере таких дивидендов, принимается на голосовании владельцев обыкновенных акций. Причем даже в случае приобретения права голоса владельцы привилегированных акций не смогут принять выгодное им решение, так как ограничение, установленное ст. 25 Закона об АО, предусматривает наличие у владельцев привилегированных акций максимально 25% голосов (за исключением нетривиальных случаев, которые мы рассмотрим во второй части статьи). Ввиду того что решение о выплате дивидендов принимается 50% голосов, очевидно, что владельцы обыкновенных акций легко смогут заблокировать такое решение.

Закрепленный в уставе размер дивидендов еще не гарантирует владельцам привилегированных акций получение ежегодного фиксированного дохода. Решение о выплате дивидендов будет принято владельцами обыкновенных акций, в том числе с учетом мнения владельцев привилегированных акций, но их влияние на принятие решения минимальное. Поэтому после принятия решения о выплате дивидендов по привилегированным акциям владельцам обыкновенных акций ничто не мешает при желании принять решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям в таком же размере, как и по привилегированным.

Подводя итог нашим рассуждениям, можем сделать вывод о том, что привлекательность привилегированных акций в качестве объекта инвестиций в уставный капитал российских эми-

акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемые посредством закрытой подписки, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им

ЗАКРЕПЛЕННЫЙ В УСТАВЕ РАЗМЕР ДИВИДЕНДОВ ЕЩЕ НЕ ГАРАНТИРУЕТ ВЛАДЕЛЬЦАМ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ ПОЛУЧЕНИЕ ДОХОДА

тентов представляется нам сомнительной. Но действительно ли владельцы привилегированных акций так беспомощны, а сами акции не представляют никакой ценности и инвестиционного интереса? На этот вопрос мы постараемся ответить во второй части нашей статьи.

Использование привилегированных акций в качестве инструмента для повышения уровня консолидации мажоритарного пакета акций

Итак, нами уже доказана малая целесообразность использования механизма привилегированных акций в инвестиционных целях. Рассмотрим теперь возможности использования указанного механизма для целей повышения уровня концентрации акционерного капитала в руках крупного акционера. В этой области механизм применения привилегированных акций несколько шире, а потребность в наличии таких ценных бумаг более обоснованна.

В ситуации, когда крупный акционер пытается сконсолидировать 100% уставного капитала в одних руках, наиболее распространенным способом получения максимального контроля над обществом является процедура дополнительной эмиссии ценных бумаг. При этом законодательно предусмотрено право миноритарного акционера на сохранение своей доли ценных бумаг и на участие в процедуре дополнительной эмиссии (абз. 2 п. 1. ст. 40 Закона об АО). 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 этой категории (типа). Указанное право не распространяется на размещение акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляемое посредством закрытой подписки только среди акционеров, если при этом акционеры имеют возможность приобрести целое число размещаемых акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, пропорционально количеству принадлежащих им акций соответствующей категории (типа). Таким образом, процедура увеличения уставного капитала при желании доминирующего акционера усилить свое участие теряет смысл, так как миноритарный акционер сможет сохранить свою долю ввиду наличия у него права на преимущественное приобретение акций дополнительного выпуска.

Если внимательно проанализировать содержание вышеуказанной статьи, то можно сделать вывод (который в том числе подтвержден судами (постановление ФАС Северо-Западного округа от 29.09.2005 по делу № А42-13335/04-7)), что при размещении привилегированных акций (при условии что ранее они не выпускались) у миноритарного акционера — владельца обыкновенных акций преимущественного права не возникает. Статья 40 Закона об АО говорит, что преимущественное право распространяется только на акции соответствующих категорий. Поэтому ввиду того, что такой категории акций как привилегированные общество ранее не выпускало, у акционера преимущественного права не возникает.

Существенным недостатком привилегированных акций для целей концентрации акционерного капитала является ограничение, закрепленное в ст. 25 Закона об АО: номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 процентов от уставного капитала общества. На первый взгляд, указанное ограниче-

ние значительно сужает возможности использования привилегированных акций, так как максимально долю мажоритарного акционера можно увеличить не более чем на 25%. Если более детально разобрать требования, установленные ст. 25 Закона об АО, то мы увидим, что

основании вышеприведенных выводов дополнительную эмиссию привилегированных акций в количестве 250 000 штук номиналом 0,1 рубля каждая. Иными словами, доминирующий акционер в состоянии провести решение, согласно которому он сможет существенно повысить

нашем примере не дешевле 1 рубля за 1 привилегированную акцию (при номинале в 0,1 рубля). Тогда все требования закона и судебных органов будут соблюдены.

Подчеркнем, что указанная схема дополнительной эмиссии является полностью законной и не противоречит ни одной из существующих норм действующего законодательства. Закладывал ли законодатель именно такой смысл в ограничение на выпуск привилегированных акций или указанная норма просто недостаточно доработана, мы не имеем права рассуждать. Но в сложившихся условиях нам кажется, что существует возможность использования мажоритарным акционером указанных норм в своих интересах. Имея квалифицированное большинство голосов на общем собрании акционеров, он может существенно, без особых затрат и компенсационных выплат миноритарным акционерам размыть их долю. Поэтому, на наш взгляд, вполне логично введение в Закон об АО нормы, согласно которой ограничение на выпуск привилегированных акций будет устанавливаться не на их номинальную стоимость, а на количество, либо введение альтернативной нормы, согласно которой номинальная стоимость обыкновенных и привилегированных акций должна быть одинаковой. В таких условиях ограничение, установленное ст. 25 Закона об АО на объем выпуска привилегированных акций, будет действовать более эффективно.

Отметим, что с учетом действующих на данный момент ограничений доминирующий акционер в состоянии без существенных затрат и имея лишь квалифицированное большинство на общем собрании с легкостью увеличить свою долю в уставном капитале до величины, близкой к 100%.⁴

ПРОЦЕДУРА УВЕЛИЧЕНИЯ УСТАВНОГО КАПИТАЛА ПРИ ЖЕЛАНИИ ДОМИНИРУЮЩЕГО АКЦИОНЕРА УСИЛИТЬ СВОЕ УЧАСТИЕ ТЕРЯЕТ СМЫСЛ

законодательно установлено ограничение только на выпуск привилегированных акций по номиналу. Отметим, что в корпоративном законодательстве отсутствует требование, согласно которому номинал обыкновенных акций должен соответствовать номиналу привилегированных акций (наиболее существенным примером наличия разной номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций является Сбербанк России).

Сопоставляя все требования и допущения, изложенные в предыдущем абзаце, мы считаем, что не будет являться нарушением закона дополнительная эмиссия привилегированных акций меньшим номиналом, чем номинал обыкновенных акций (данная логика подтверждена решением арбитражного суда (постановление ФАС Московского округа от 20.10.2008 № КГ-А40/9626-08 по делу № А40-11055/08-146-155)).

Рассмотрим пример. Предположим, что уставный капитал общества 75 000 рублей и состоит из 75 000 шт. обыкновенных акции номинальной стоимостью 1 рубль. Считаем законной на

свою долю в уставном капитале. Указанные ценные бумаги, начиная со следующего общего собрания акционеров, на котором будет принято решение о невыплате дивидендов, станут голосующими со всеми вытекающими из этого обстоятельства правами по ценным бумагам.

По мнению суда (постановление Президиума Высшего арбитражного суда РФ от 14.03.2006 № 12591/05) приобретение одними акционерами по отношению к акционерному обществу большего объема права (большого количества голосов), чем это удостоверено принадлежащими им акциями, без предоставления обществу определенного имущественного эквивалента в виде вклада в его уставный капитал или без пропорционального увеличения количества голосов по остальным акциям общества, принадлежащим другим акционерам, противоречит указанным нормам Закона об АО и принципам акционерного общества, а также нарушает права этих акционеров. Во избежание подобных формулировок достаточно осуществить размещение привилегированных акций по цене не ниже номинальной стоимости обыкновенных акций, то есть в