

## **Тема «маленького человека». Права миноритарных акционеров в России и в странах общего права**

### **Введение**

Базовый принцип, лежащий в основе корпоративного законодательства как России, так и зарубежных стран, состоит в том, что каждая обыкновенная акция акционерного общества (компании, корпорации и т.д.) предоставляет ее владельцу одинаковый объем прав. То есть владелец, скажем, 10% обыкновенных акций компании получает право на 10% голосов при решении вопросов общим собранием акционеров, а также на 10% дивидендов, распределяемых компанией (с некоторыми оговорками, касающимися возможного выпуска привилегированных акций и др.).

Казалось бы, такое пропорциональное распределение прав между акционерами совершенно логично и не вызывает сомнений в его справедливости. Однако в настоящее время законы большинства развитых стран вносят определенные коррективы в этот простой принцип, предоставляя держателем миноритарных пакетов акций некоторые дополнительные права, не следующие из принципа пропорциональности.

Логика предоставления дополнительных прав миноритарным акционерам состоит в том, что держатель мажоритарного пакета, имея управленческий контроль в компании, может вести дела компании таким образом, что интересы миноритарных акционеров окажутся ущемленными в пользу мажоритарного акционера, что может быть несправедливым. Простейший пример – продажа по заниженной стоимости ценных активов компании ее собственному мажоритарному акционеру либо аффилированным с ним структурам. В подобной ситуации законодательство большинства стран тем или иным образом защищает интересы миноритария. Менее тривиальный пример – изменение профиля деятельности компании, которое большинство акционеров искренне считает оправданным, но с которым не согласно меньшинство. Должен ли закон в подобной ситуации предоставлять какие-то особые права миноритария, вкладывавшему свои средства в компанию под совсем иную деятельность? Здесь ответ будет зависеть от конкретной страны и ее законодательства, а также от положений уставных документов самой компании.

Отчасти проблема защиты прав миноритариев решается нормами закона, относящимися к фидуциарным обязанностям руководителей компании перед ее акционерами, к порядку совершения сделок с заинтересованностью и др. Однако помимо этих степеней защиты законодатели большинства стран сочли необходимым внести определенную диспропорциональность в корпоративное законодательство, предоставив в ряде случаев миноритарным акционерам особые права.

Наиболее очевидный ход в этом направлении – введение нормы о принятии определенных решений общего собрания акционеров квалифицированным большинством голосов (обычно три четверти). Строго говоря, такая норма не нарушает принципа «одна акция – один голос», но она означает, что миноритарный пакет в размере «25% плюс одна акция» становится «блокирующим», то есть без согласия такого миноритария (или группы миноритариев) принятие решения по соответствующему вопросу невозможно. К таким вопросам обычно относятся ключевые для жизни компании решения: изменение устава, реорганизация и т.д. Упомянем также возможность кумулятивного голосования (обсуждается далее) или иных методов обеспечения представительства меньшинства при выборах в руководящие органы компании (совет директоров).

Далее, закон предоставляет каждому акционеру, независимо от его доли в капитале компании, определенные права, такие как право получать от компании ту или иную информацию, право инициировать определенные иски (от своего имени или, в некоторых случаях, от имени компании). Но вдобавок к этому для держателей определенных пакетов акций закон может предусматривать дополнительные права, включая расширенные права по доступу к информации и инициации исков, а также право созыва внеочередного собрания акционеров.

Быть может, наиболее актуальна в настоящее время защита прав миноритариев при слияниях и поглощениях компаний, равно как и при других «фундаментальных» сделках (то есть при сделках, предполагающих смену контроля над бизнесом). Именно здесь руководство компании имеет наибольшие возможности для манипуляций с оценочной стоимостью акций и вообще с условиями сделки. Законодатели и суды развитых стран прилагают немало усилий к тому, чтобы интересы держателей миноритарных пакетов акций при таких операциях не ущемлялись. Однако не следует забывать и об интересах большинства. Предоставление слишком больших прав миноритариям позволило бы им, по существу, шантажировать мажоритариев, блокируя экономически эффективные сделки слияния и поглощения, пока миноритарный пакет не будет выкуплен по неоправданно высокой цене.

Многие страны, включая Россию и страны Европейского союза (ЕС), решают проблему баланса между правами миноритариев и мажоритариев при фундаментальных сделках следующим образом. Лицу, скупившему определенный пакет акций компании (обычно 90-95%), предоставляется право принудительного выкупа у миноритариев и оставшихся акций. Симметричным образом, миноритариям предоставляется право принудительной продажи своих акций лицу, скупившему определенную долю акций компании.

В странах общего права, и, в особенности, в США, помимо самого корпоративного законодательства, чрезвычайно большую роль в защите миноритариев играют судебные решения (суды в странах общего права, как известно, выполняют не только правоприменительную, но и нормотворческую функцию). Во многих случаях суды берут на себя оценку справедливости условий, на которых осуществлялась фундаментальная сделка. Это позволяет решить дело в пользу миноритариев, если сделка признана несправедливой, даже когда все требования корпоративного законодательства формально соблюдены.

Корпоративное законодательство офшорных зон (большинство из которых – страны общего права) гораздо гибче законодательства развитых стран в том смысле, что оно не накладывает столь жестких ограничений на взаимоотношение компании и ее акционеров, руководящих органов и т.д. Права миноритариев обычно не регулируются сколько-нибудь детально корпоративным законодательством; вместо этого компаниям предоставляется возможность самостоятельно решить данные вопросы в своем уставе. Это, в принципе, логично: акционерами офшорных компаний, как правило, являются отнюдь не мелкие вкладчики, а коммерческие структуры или предприниматели, которые вполне в состоянии самостоятельно урегулировать отношения между собой и не нуждаются в особой опеке со стороны государства, в котором зарегистрирована офшорная компания.

Настоящая статья посвящена сравнительному анализу положений закона, имеющих отношение к защите прав миноритариев, в России и некоторых странах общего права (Великобритания, США, Кипр, Британские Виргинские острова). Здесь не рассматриваются вопросы, относящиеся к фидуциарным обязанностям директоров и порядку одобрения сделок с заинтересованностью, так как это отдельная большая тема. Рассматриваются специфические права, предоставляемые законом

держателям определенных пакетов акций компании. Также рассматриваются вопросы принудительной продажи и покупки акций при сделках слияния и поглощения.

## Россия

В России основным нормативным актом (помимо Гражданского кодекса), регулирующим отношения акционеров в акционерном обществе, является Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее «Закон РФ»). Согласно Закону, каждая голосующая акция (как правило, обыкновенная, но в некоторых случаях, включая вопросы реорганизации и ликвидации, также и привилегированная) дает право ее владельцу на один голос (п. 1 ст. 49 Закона РФ). По общему правилу, решение принимается большинством голосов от участвующих в собрании (при наличии кворума, разумеется) (п. 2 ст. 49 Закона РФ).

Однако для решения ряда вопросов требуется большинство в три четверти от участвующих в собрании (п. 4 ст. 49 Закона РФ). К таким вопросам относятся изменение устава общества, реорганизация или ликвидация общества, определение количества и стоимости объявленных акций (которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным), приобретение обществом собственных размещенных акций (подп. 1-3, 5, 17 п. 1 ст. 48 Закона РФ). Тем же большинством принимается и решение об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50 процентов балансовой стоимости активов общества (п. 3 ст. 79 Закона РФ). То же большинство требуется и для уменьшения уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, причем решение принимается лишь по предложению совета директоров (ст. 29 Закона РФ). Отметим также, что первоначальные органы управления общества избираются тремя четвертями голосов его учредителей (п. 4 ст. 9 Закона РФ).

В некоторых случаях Закон предписывает принятие решения большинством в три четверти от участвующих в собрании, но разрешает установить и более высокую квоту уставом общества. К таким вопросам относятся изменения в уставе, ограничивающие права владельцев привилегированных акций (причем здесь требуется набрать отдельно три четверти голосов от участвующих в собрании обыкновенных акций и отдельно три четверти голосов владельцев данных привилегированных акций) (п. 4 ст. 32 Закона РФ); размещение акций путем закрытой подписки (п. 3 ст. 39 Закона РФ); размещение посредством открытой подписки обыкновенных акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций (п. 4 ст. 39 Закона РФ).

А вот для преобразования акционерного общества в некоммерческое партнерство требуется единогласное решение всех акционеров (п. 1 ст. 20 Закона РФ).

Кроме того, общество может своим уставом определить дополнительный список вопросов, решение по которым принимается органами управления общества (включая общее собрание акционеров) квалифицированным большинством голосов или единогласно (п. 3 ст. 11 Закона РФ).

Еще один метод обеспечения прав меньшинства – кумулятивное голосование при выборе членов совета директоров общества (п. 4 ст. 66 Закона РФ). При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров, после чего акционер может отдать свои голоса за одного кандидата или распределить их между несколькими. В результате акционер, владеющий, скажем, 10% акций, имеет возможность выбрать 10% членов совета директоров (увы, если число членов совета меньше 10, с представительством такого миноритария могут возникнуть проблемы).

Отметим также, что и совет директоров принимает определенные виды решений квалифицированным большинством (например, назначение временного генерального директора, если постоянный генеральный директор, назначаемый общим собранием, не может исполнять свои обязанности, абз. 4 п. 4 ст. 69 Закона РФ) или единогласно (например, об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций, п. 2 ст. 28 Закона РФ; об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, п. 2 ст. 79 Закона РФ).

Особенностям сделок, связанных с приобретением более 30% акций общества, посвящена новая глава XI.1, введенная в Закон в 2006 году. Глава, в частности, вводит понятия «добровольного предложения» (ст. 84.1 Закона РФ) и «обязательного предложения» (ст. 84.2 Закона РФ) о покупке голосующих акций акционерного общества (имеется в виду публичная оферта об их приобретении).

Указанная глава устанавливает ряд норм, направленных на защиту прав миноритарных акционеров. Так, лицо, приобретшее более 30% акций открытого акционерного общества, обязано направить остальным акционерам «обязательное предложение», то есть публичную оферту о приобретении и остальных акций по цене не ниже расчетной цены (определяемой по результатам предшествующих публичных торгов или, при отсутствии таковых, независимым оценщиком) (п.п. 1, 4 ст. 84.2 Закона РФ). То же правило действует и при превышении порогов владения в 50% и 75% голосующих акций (п. 7 ст. 84.2 Закона РФ). Правило не применяется в ряде определенных законом случаев, в частности, если акции приобретены по результатам ранее сделанного добровольного или обязательного предложения, предусмотренных рассматриваемой главой (п. 8 ст. 84.2 Закона РФ).

Далее, если кто-то приобрел в результате такого добровольного или обязательного предложения более 95% голосующих акций общества, он обязан выкупить и остальные акции, если этого требуют их владельцы (ст. 84.7 Закона РФ). Цена также определяется по результатам публичных торгов или оценщиком, но при этом она должна быть не менее цены реализованного добровольного или обязательного предложения, а также не меньше цены приобретения акций, совершенно уже после реализации предложения (если таковое приобретение имело место) (п. 6 ст. 84.7 Закона РФ).

В качестве симметричной меры по защите самого мажоритария, выкупившего более 95% голосующих акций общества, он получает право выкупить оставшиеся акции по своему желанию (ст. 84.8 Закона РФ). Цена определяется независимым оценщиком, но при этом она должна быть не меньше цены реализованного добровольного или обязательного предложения, а также не меньше цены любого приобретения акций, совершенного после реализации предложения. Миноритарий, не согласный с оценкой стоимости выкупаемых у него акций, имеет право на иск о возмещении убытков (что, однако, не делает сам выкуп недействительным) (п. 4 ст. 84.8 Закона РФ).

Закон предусматривает возможность подачи акционером компании иска от имени общества к руководству общества, причинившего своими виновными действиями (бездействием) убытки обществу. Для этого акционер должен владеть не менее 1% обыкновенных акций общества (абз. 1 п. 5 ст. 71 Закона РФ). Подобный вид иска, называемый производным или косвенным иском, характерен для англосаксонской системы права, но в настоящее время воспринят и континентально-европейскими правовыми системами.

Если же виновные действия или бездействие руководства связаны с нарушениями порядка приобретения акций открытого общества, предусмотренных главой XI.1 (Приобретение более 30 процентов акций открытого общества), то акционер может подать иск о возмещении причиненных ему убытков (например, если акции выкуплены у него по недостаточно высокой цене) без необходимости достижения какой-либо квоты владения. Общество в этом случае также может подать иск от своего имени о возмещении причиненных ему убытков (если таковые имели место). Из текста статьи не вполне очевидно, предполагал ли законодатель возможность производного иска в данном случае («Общество или акционер вправе обратиться в суд с иском . . . о возмещении причиненных ему убытков . . .»); из буквального прочтения нормы следует, что не предполагал (абз. 2 п. 5 ст. 71 Закона РФ).

Что касается прав на получение информации, общество обязано обеспечить доступ акционеров к определенным документам (устав, годовые отчеты, протоколы общих собраний и т.п.). Если же акционер (или группа акционеров) владеет не менее 25% голосующих акций, он получает дополнительно право на доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа (правления) (п. 1 ст. 91 Закона РФ).

Итак, российское законодательство об акционерных обществах предусматривает такие виды защиты миноритариев, как требование квалифицированного большинства голосов при решении определенных вопросов на общем собрании акционеров; кумулятивное голосование при выборах членов совета директоров; право получения определенной информации. Держателям однопроцентного пакета предоставляется право на производные иски к руководству компании. Что касается «фундаментальных» сделок, миноритарии имеют право продать свою долю акционеру, чья доля в обществе превысила определенную квоту (30/50/75%, а также 95% по результатам добровольного или обязательного предложения), по цене не ниже определенной законом. В свою очередь, мажоритарий, скупивший 95% акций общества в результате добровольного или обязательного предложения, может принудительно выкупить и остальные акции у миноритариев, также с ограничением на минимальную цену.

## **Великобритания**

В настоящее время в Великобритании полным ходом идет реформа корпоративного права. В 2006 году был принят новый Закон о компаниях (Companies Act 2006) (далее «Закон ВБ»), который вводится в действие по частям в 2007-2008 гг., с окончательным вступлением в силу в октябре 2008 года. Здесь мы рассмотрим положения лишь нового закона, который во многом представляет собой консолидацию и усовершенствование формулировок старого закона, но также содержит и много новых элементов.

Закон предусматривает несколько разновидностей компаний, включая компании с неограниченной и ограниченной ответственностью; для последних ответственность участников может быть ограничена либо акциями, либо гарантией (ст. 3 Закона ВБ). Здесь мы рассмотрим лишь компании с ответственностью, ограниченной акциями, которые близки к континентально-европейским акционерным обществам. Компании с ограниченной ответственностью делятся на публичные и частные (ст. 4 Закона ВБ). Первые во многом подобны российским открытым акционерным обществам и могут предлагать свои акции публично; вторые, можно сказать, сочетают черты закрытого акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью. Публичную компанию можно опознать по аббревиатуре plc (public limited company) в конце наименования, а частную – по аббревиатуре ltd (limited).

Решения на собраниях акционеров могут приниматься одним из двух способов: «голосование поднятием рук» (show of hands) или «голосование подсчетом голосов» (poll). В первом случае каждый акционер (или его представитель), присутствующий на собрании, имеет один голос, независимо от числа акций, которыми он владеет. Во втором случае один голос соответствует одной акции, а не одному акционеру. Кроме того, возможно понятие решения письменной резолюцией акционеров; в этом случае каждой акции также соответствует один голос (ст. 284 Закона ВБ).

Голосование поднятием рук, помимо того, что оно призвано облегчить процедуру подсчета, можно рассматривать как некоторую уступку миноритарным акционерам. Действительно, при таком методе голосования даже акционер с одной акцией получает те же права, что и держатель контрольного пакета. Однако преимущество это во многом иллюзорно, так как акционер с достаточно большим пакетом акций (10%, если меньшая квота не предусмотрена уставом) либо группа акционеров (5 акционеров, если меньшая квота не предусмотрена уставом) всегда могут потребовать проведения голосования подсчетом голосов (ст. 321 Закона ВБ).

По общему правилу, решения принимаются акционерами «обыкновенной резолюцией», то есть простым большинством (по данному классу акций). При принятии решения письменной резолюцией требуется большинство от общего числа существующих голосов, при принятии решения на собрании – от участвующих в голосовании. Естественно, при голосовании поднятием рук учитываются количество голосующих акционеров, а при голосовании подсчетом голосов – количество их акций (ст. 282 Закона ВБ).

Однако ряд решений принимается «специальной резолюцией», то есть большинством не менее 75% (по данному классу акций). Аналогично предыдущему случаю, при принятии решения письменной резолюцией требуется квалифицированное большинство от числа всех голосов, а при принятии решения на собрании – от числа участвующих в голосовании акционеров (поднятие рук) или числа их акций (подсчет голосов) (ст. 283 Закона ВБ).

К решениям, принимаемым специальной резолюцией, Закон относит, в частности, изменение устава компании (ст. 21 Закона ВБ); изменение наименования компании (ст. 77 Закона ВБ); перерегистрацию публичной компании в частную и наоборот (ст.ст. 90, 97 Закона ВБ); преобразование компании с неограниченной ответственностью в компанию с ограниченной ответственностью (ст. 105 Закона ВБ); отказ от применения преимущественного права акционеров на приобретение акций (ст.ст. 569-571 Закона ВБ); уменьшение капитала компании (ст.ст. 626, 641 Закона ВБ); вне рыночное приобретение компанией собственных акций (ст. 694 Закона ВБ); выплаты из капитала для погашения или приобретения собственных акций (ст.ст. 713, 716 Закона ВБ) (в предыдущем варианте закона такой модельный устав, известный как «Таблица А», был включен непосредственно в закон в качестве приложения). Изменение прав держателей определенного класса акций допускается с согласия держателей акций этого класса, принятого специальной резолюцией на общем собрании акционеров данного класса или их письменной резолюцией тремя четвертями всех существующих голосов (ст. 630 Закона ВБ); при этом владельцы 15% акций данного класса могут обратиться в суд с иском об аннулировании изменения прав, если оно будет признано несправедливым (ст. 633 Закона ВБ).

Устав компании может требовать специальной резолюции и для других решений. Отметим, что английская компания вовсе не обязана иметь собственного устава: в таком случае применяется модельный устав, принимаемый в качестве подзаконного акта Госсекретарем (в настоящее время еще не выпущен) (ст.ст. 19-20 Закона ВБ). Этот модельный устав также может предусматривать принятие определенных решений специальной резолюцией.

Кроме того, устав может содержать так называемые «бронированные» положения (entrenched provisions), предусматривающие более жесткие требования для их изменения, чем специальная резолюция (например, единогласное решение участников). Такие «бронированные» положения могут быть внесены в устав только при создании компании либо впоследствии единогласным решением всех участников (ст. 22 Закона ВБ). Эта мера направлена на защиту интересов учредителя компании, вложившего в нее свои средства, от внезапного изменения основ устройства компании.

Закон не предписывает компании обязательного создания отдельно наблюдательного и исполнительного органов. Руководство компании возложено на ее директоров, понимаемых как единый орган. Директора могут быть исполнительными директорами или директорам без исполнительных функций. Конкретные их полномочия определяются уставом и внутренними документами компании; Закон же полностью воздерживается от описания полномочий директоров. Порядок избрания директоров также определяется уставом. Чаще всего директора избираются обыкновенной резолюцией, так как закон не требует проведения кумулятивного голосования. Нередко используются схемы ротации части совета директоров на каждом ежегодном собрании.

Что касается «фундаментальных» сделок (связанных с изменением контроля в компании), они являются предметом особого внимания не только британских законодателей, но и органов ЕС, применительно к публичным компаниям.

Для соблюдения прав меньшинства при слиянии публичных компаний, а также при поглощении одной публичной компанией другой публичной компании, требуется одобрение держателей 75% акций каждого класса каждой компании (ст. 907 Закона ВБ). Аналогичным образом, при разделении компании требуется одобрение держателей 75% ее акций каждого класса (ст. 922 Закона ВБ).

Все страны ЕС обязаны имплементировать в свое законодательство Директиву ЕС о приобретении компаний (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30.04.2004, P.12) («Директива»). Отметим, что положения Директивы относятся лишь к компаниям, ценные бумаги которых допущены к обращению на регулируемом рынке (ст. 1 Директивы). Великобритания имплементирует Директиву в Разделе 28 (Takeovers etc.) Закона ВБ.

Согласно Закону, «фундаментальные» сделки с акциями публичных компаний регулирует и контролирует особый орган (Panel on Takeovers and Mergers) (существующий в Великобритании уже с 1968 года) (ст. 942 Закона ВБ). Именно он полномочен принимать решения по большинству связанных с такими сделками споров, в том числе по претензиям со стороны недовольных условиями сделки миноритариев. Решение может быть затем пересмотрено специальным апелляционным органом (Takeover Appeal Board) (ст. 951 Закона ВБ), а если необходимо, и судом.

Нередко бывает так, что менеджмент компании чинит препятствия переходу контроля над компанией в руки стороннего инвестора. Для этого, в частности, устав компании может быть заранее составлен таким образом, чтобы затруднить приобретение контроля таким инвестором. В частности, уставом (или договором акционеров) могут быть предусмотрены такие меры, как ограничения на передачу акций; ограничения на владельцев акций; дифференциальная структура капитала компании, при котором меньшинство акционеров (сами менеджеры) получают непропорционально большое право голоса; особые полномочия на избрание директоров для владельцев некоторых акций. Такая политика менеджмента не является сама по себе незаконной, но может не соответ-

ствовать интересам акционеров компании (как правило, речь в таких случаях идет об интересах множества миноритарных акционеров, владеющих, однако, в совокупности большей частью капитала компании). Директива предусматривает возможность устранения подобных препятствий для стороннего инвестора: если он делает публичное предложение, соответствующее условиям Директивы, «оборонительные» ограничения теряют силу на период действия такого предложения; кроме того, если сторонний инвестор приобрел не менее 75% голосующего капитала компании, ограничения не действуют на первом после приобретения общем собрании акционеров, которое он может созвать для изменения устава и смены менеджмента (ст. 11 Директивы). Отметим, что в последнем случае речь уже идет о защите прав мажоритарного акционера от миноритарных акционеров (менеджеров).

В данном случае Директива не требует введения этой нормы (ст. 11 Директивы) в качестве императивной. Допускается применение или неприменение данных правил по выбору самой компании (ст. 12 Директивы). Британский Закон следует именно этому варианту: компания, акции которой допущены к торгам на регулируемом рынке, может специальной резолюцией принять решение о входе в режим, предусмотренный Директивой (препятствия для стороннего инвестора сняты), но может также специальной резолюцией выйти из этого режима (препятствия, предусмотренные уставом или договором акционеров, остаются в силе) (ст. 966 Закона ВБ).

Директива предусматривает возможность, по результатам публичного предложения о покупке всех акций компании, дальнейшего принудительного выкупа у миноритария его доли (squeeze-out), а также и принудительной продажи миноритарием своей доли (sell-out) (ст.ст. 15-16 Директивы).

Согласно Директиве, право принудительного выкупа предоставляется оференту (лицу, сделавшему публичное предложение) в одном из двух случаев (по выбору законодателей каждой страны ЕС): (1) если по результатам предложения оферент владеет 90% акций компании, или (2) если по результатам предложения оферент приобрел 90% акций, к которым относится предложение (формулировка Директивы несколько сложнее, но мы для простоты ограничимся лишь случаем обыкновенных акций). В первом случае возможно увеличение квоты местными законодателями, но не выше, чем до 95%. В любом случае цена выкупа должна быть «справедливой» (ст. 15 Директивы). При аналогичных условиях любой акционер, не принявший изначального предложения оферента, получает право принудительной продажи оференту своей доли, также по «справедливой» цене (ст. 16 Директивы).

В части принудительного выкупа британские законодатели избрали второй вариант нормы из предусмотренных Директивой: оферент получает право принудительного выкупа, если по результатам предложения он приобрел не менее 90% от стоимости акций, к которым относится предложение, и также, в случае голосующих акций, не менее 90% соответствующих им голосов (последнее уточнение играет роль, если приобретаются акции различных классов с разными правами голоса) (ст. 979 Закона ВБ). Направив соответствующее уведомление оставшимся владельцем скупаемых акций (соответствующее требованиям Закона), оферент может выкупить у них акции на условиях своего исходного предложения (ст. 981 Закона ВБ).

В части принудительной продажи избран первый вариант правила: если по результатам предложения оферент владеет не менее 90% от стоимости всех голосующих акций компании, и также не менее 90% всех соответствующих им голосов, то владелец голосующих акций, изначально отклонивший предложение, может потребовать все же приобрести его акции. Подобное правило с необходимыми изменениями применяется и при приобретении неголосующих акций, а также при



приобретении не всех акций, а лишь акций одного или нескольких классов (ст. 983 Закона ВБ). Продажа производится по цене исходного предложения или «на согласованных сторонами условиях» (ст. 985 Закона ВБ).

Миноритарий, не согласный с условиями принудительного выкупа или принудительной продажи, может обратиться в суд, который имеет право увеличить сумму вознаграждения, если признает ее несправедливой, а также иным образом исправить условия сделки (ст. 986 Закона ВБ).

Что касается «информационных прав», помимо права на получение обычной корреспонденции, такой как уведомления о проведении общих собраний, любой акционер имеет право потребовать от компании предоставления ему последней годовой финансовой отчетности, отчета директоров, отчета аудитора (а для котируемых компаний еще и отчета о вознаграждении директоров) (ст.ст. 431-432 Закона ВБ), а также, что немаловажно в век Интернета, предоставления документа на бумажном носителе (hard copy) (ст. 1145 Закона ВБ).

Стоит также упомянуть, что владельцы 10% акций могут потребовать созыва общего собрания (в некоторых случаях квота снижается до 5%) (ст. 303 Закона ВБ); проведения аудита отчетности компании, даже если он не обязателен по закону (ст. 476 Закона ВБ); предъявления требования тому или иному лицу требования о раскрытии его интереса в акциях данной публичной компании (ст. 476 Закона ВБ) (публичная компания имеет право потребовать раскрытия такой информации от любого лица, которое по закону обязано предоставить эту информацию, ст. 793 Закона ВБ).

Если принята специальная резолюция о перерегистрации компании из публичной в частную, владельцы 5% акций (или не менее 50 акционеров) могут обратиться в суд с иском об аннулировании этой резолюции (ст. 98 Закона ВБ). Владельцы 5% акций могут потребовать направления на рассмотрение акционеров проекта письменной резолюции (ст. 292 Закона ВБ); направления на рассмотрение акционеров заявления данной группы акционеров по вопросу, рассматриваемому на общем собрании (ст. 314 Закона ВБ); а также направления акционерам проекта резолюции общего собрания публичной компании (ст. 338 Закона ВБ). Владельцы 5% акций имеют право подать иск от имени компании к ее директору за совершение политических пожертвований (с которыми они не согласны) (ст.ст. 369-370 Закона ВБ). Есть у держателей пятипроцентного пакета и некоторые другие права, связанные с процедурой подсчета голосов (ст. 342 Закона ВБ), назначением аудитора (ст. 488 Закона ВБ), публикацией определенных сведений на Интернет-сайте компании (ст. 527 Закона ВБ), а также некоторые права при слиянии и разделении публичных компаний.

Любой акционер имеет право обратиться в суд с иском о том, что дела компании ведутся несправедливо по отношению ко всем или некоторым из ее акционеров (ст. 994 Закона ВБ). Суд, если он согласится с акционером, может скорректировать деятельность компании, инициировать гражданский иск от имени компании (к ее менеджменту), или обеспечить выкуп акций недовольного миноритария (ст. 996 Закона ВБ). Наконец, акционер может подавать производные иски (derivative claims) от имени компании (речь идет об исках о возмещении убытков к руководству компании, не исполняющему свои обязанности должным образом) (ст. 260 Закона ВБ).

Итак, британское законодательство о компаниях защищает интересы миноритарных акционеров путем требования специальной резолюции акционеров (принимаемой квалифицированным большинством) для вынесения определенных решений; предоставления права получения определенной информации; предоставления права производного иска. Некоторые права (созыва общего собрания и т.д.) предусмотрены для держателей пакетов в размере 5% и 10% акций. В соответствии с Директивой ЕС, британский Закон предусматривает возможность снятия «оборонитель-

ных» ограничений, предусмотренных уставом компании, при приобретении компании сторонним инвестором. Далее, в соответствии с требованиями той же Директивы, oferent, приобретший по результатам публичного предложения не менее 90% акций, к которым предложение относилось, получает право принудительно выкупить и остальные акции по той же цене. Если же по результатам предложения oferent получил контроль над 90% всех акций компании, оставшиеся миноритарные акционеры имеют право принудительно продать свои пакеты oferentu.

## Кипр

Корпоративное законодательство Кипра (Companies Law Cap. 113) (далее «Закон РК») восходит к британскому Закону о компаниях образца 1948 года. После обретения Кипром независимости от Великобритании в 1960 году местные законодатели предпочли не разрабатывать новое корпоративное законодательство с нуля, а сохранить колониальную его версию. В результате кипрская и британская версии корпоративного законодательства имеют очевидные признаки близкого родства. Разумеется, с тех пор в кипрский закон вносилось множество изменений и дополнений (на греческом языке, причем официального консолидированного текста не существует). Учитывая, что и британское законодательство изменялось (наиболее радикально – в 2006 году), законодательства двух стран разошлись довольно далеко. Впрочем, в последнее время наметилось обратная тенденция к конвергенции: в связи с вступлением в ЕС Кипру пришлось имплементировать в свое корпоративное законодательство многочисленные директивы ЕС, ранее уже имплементированные Великобританией.

Компании, согласно кипрскому закону, могут быть только с ограниченной ответственностью участников. Ответственность может быть ограничена либо акциями, либо гарантией (мы рассматриваем только компании с акциями). Компания может быть частной (наименование заканчивается на "limited" или "ltd") или публичной (P.L.C. и некоторые другие варианты окончания). Закон, как и ранние версии британского корпоративного законодательства, включает в себя модельный устав компании с ответственностью, ограниченной акциями (в вариантах для частной и публичной компании), применимый по умолчанию («Таблица А»).

Голосование акционеров, как и в Великобритании, может осуществляться «поднятием рук» или «подсчетом голосов»; при этом любые три акционера или акционеры с 10% голосов могут потребовать подсчета голосов (ст. 58 Закона РК). Резолюции акционеров делятся на обыкновенные (принимаемые простым большинством от участвующих в голосовании), чрезвычайные (большинство в три четверти) и специальные (большинство в три четверти плюс особые правила уведомления о голосовании) (ст. 135 Закона РК).

Ряд решений принимается только специальной или, в некоторых случаях, чрезвычайной резолюцией. К ним относятся следующие: изменение целей деятельности, устава, наименования, в некоторых случаях – учредительного договора компании (ст.ст. 7, 12, 19, 24, 195 Закона РК); уменьшение акционерного капитала, а также резервного фонда погашения акций или счета премий по акциям (ст.ст. 55, 57, 64-66 Закона РК; эти положения также дублируются в модельном уставе – ст. 46 Таблицы А); разрешение на приобретение компанией собственных акций (ст. 57А Закона РК); выплата процентов из капитала (ст. 63 Закона РК); перевод неоплаченной части капитала в «резервные обязательства» (не подлежащие оплате акционерами иначе как при роспуске компании) (ст. 59 Закона РК); назначение инспекторов для расследования дел компании (ст. 159 Закона РК); добровольный роспуск компании (ст.ст. 211, 261 Закона РК); санкция ликвидато-

ру компании на распределение активов, а также на принятие акций в качестве оплаты при распределении активов (ст.ст. 270, 286 Закона РК).

Изменение прав держателей определенного класса акций допускается с письменного согласия владельцев трех четвертей таких акций или по чрезвычайной резолюции общего собрания владельцев таких акций. Однако и при выполнении этого требования владельцы не менее 15% таких акций имеют право подать иск в суд об аннулировании данного изменения, если суд сочтет его несправедливым (ст. 70 Закона РК, ст. 4 Таблицы А).

Владельцы 10% акций компании могут инициировать расследование дел компании правительством страны (ст. 158(1) Закона РК), а также создать внеочередное общее собрание (ст. 126 Закона РК).

Любой акционер, считающий, что дела компании ведутся несправедливо по отношению к части акционеров, может инициировать иск в суде; суд может скорректировать деятельность компании, обеспечить выкуп акций миноритария и др. (ст. 202 Закона РК).

Что касается принудительного выкупа акций у миноритариев при фундаментальных сделках, до недавнего времени единственная норма на этот счет полностью повторяла формулировку британского закона 1948 года: если передача акций оференту одобрена владельцами 90% акций, к которым относится предложение, оферент имеет право выкупить и оставшиеся акции, если только суд по иску миноритария не сочтет подходящим другое решение (ст. 201 Закона РК). Никакой возможности принудительной продажи акций миноритарием не подразумевалось.

И лишь в апреле 2007 года, почти на год позже предписанного ЕС срока (май 2006 года), Кипр принял Закон 41(I)/2007, полностью имплементирующий положения Директивы о приобретениях компаний (2004/25/ЕС), включая нормы о принудительном выкупе и принудительной продаже акций (требуемая квота – 90%) (ст.ст. 36-37 Закона 41(I)/2007). Кроме того, новый закон (подобно российскому закону) предусматривает обязательное публичное предложение о приобретении акций компании лицом, уже получившим более 30% ее акций.

Итак, кипрское законодательство о компаниях для защиты миноритариев предусматривает принятие некоторых решений квалифицированным большинством (специальной или чрезвычайной резолюцией), а также предоставляет определенные права (созыва общего собрания и др.) держателю пакета в 10% акций. Возможность принудительного выкупа акций меньшинства при приобретении компании была предусмотрена законом изначально, но полностью положения соответствующей Директивы ЕС были имплементированы лишь в 2007 году.

### **Британские Виргинские острова**

Британские Виргинские острова (БВО) – заморская территория (раньше это называлось – колония) Великобритании в Карибском море. Они обладают значительной степенью автономии, в частности, имеют свое собственное корпоративное и налоговое законодательство. БВО ни в каком смысле не являются частью ЕС, а потому не обязаны имплементировать директивы ЕС. БВО являются самой популярной в мире офшорной зоной: там насчитывается более 700 тыс. компаний, созданных нерезидентами.

В 2005-2006 годах на БВО была проведена довольно радикальная реформа корпоративного и налогового законодательства, по-видимому, являвшаяся ответом на недовольство развитых стран

существовавшим на БВО офшорным режимом. Было ликвидировано различие между двумя версиями корпоративного законодательства, регулирующими офшорные компании (точнее, «компании международного бизнеса») и местные, неофшорные компании. Ранее они регулировались двумя разными законами (International Business Companies Act 1984 (Cap. 291) и Companies Act (Cap. 285), соответственно). После переходного периода 2005-2006 годов, то есть начиная с 1 января 2007 года, на БВО действует единый корпоративный закон для всех видов компаний (BVI Business Companies Act 2004, as amended) (Закон о коммерческих компаниях от 2004 г. с последующими изменениями; далее «Закон БВО»). Однако при этом полностью отменено налогообложение корпоративного дохода, то есть компании по-прежнему могут использоваться в качестве офшорных (ст. 242 Закона БВО). Все ранее созданные компании БВО с начала 2007 года считаются автоматически перерегистрированными по новому законодательству.

Все версии корпоративного законодательства БВО основаны на британской модели. Однако если отмененный ныне закон о «местных» компаниях довольно близко следовал британскому Закону о компаниях 1948 года, то принятый в 1984 году закон о компаниях международного бизнеса был разработан специально под нужды иностранных предпринимателей, создающих компании на БВО. Он, в частности, давал возможность компании самостоятельно урегулировать отношения между участниками и руководящими органами компании своими учредительными документами, не устанавливая сколько-нибудь серьезных ограничений в этом смысле. Новый Закон полностью унаследовал эту гибкость от закона о компаниях международного бизнеса. Таким образом, в этом смысле корпоративное законодательство БВО в настоящее время существенно отличается от британского аналога.

Согласно Закону БВО, компания может быть создана в одной из нескольких форм: компания с ответственностью, ограниченной акциями; компания с ответственностью, ограниченной гарантией (с правом выпуска акций или без такового); компания с неограниченной ответственностью (с правом выпуска акций или без такового) (ст. 5 Закона БВО). Мы рассмотрим только компании с ответственностью, ограниченной акциями. Мы также не рассматриваем здесь «компании с ограниченными целями деятельности» (ст. 8 Закона БВО). Наименование компании с ограниченной ответственностью оканчивается на слова "Limited", "Corporation", "Incorporated", "Societe Anonyme", "Sociedad Anonima" или на соответствующие аббревиатуры (ст. 17 Закона БВО).

Согласно британской традиции, в компании есть акционеры и директора, конкретные полномочия которых определяются документами самой компании (они могут играть роль как исполнительного, так и наблюдательного органа) (ст. 109 Закона БВО). В отличие от британского закона, многие положения Закона БВО, регулирующие отношения между участниками компании и ее руководством, являются диспозитивными, то есть могут быть изменены уставом компании. В британском законе большинство диспозитивных положений выносятся в модельный устав; Закон БВО такого модельного устава не содержит. По умолчанию Закон БВО предоставляет чрезвычайно широкие полномочия директорам компании, но при этом они, конечно, обязаны действовать в интересах компании (ст. 120 Закона БВО).

Решения акционеров принимаются резолюцией на собрании акционеров или путем принятия письменной резолюции. Акционеры голосуют в соответствии с числом голосов, относящихся к их акциям; «голосования поднятием рук» Закон БВО не предусматривает. По общему правилу, для решения любых вопросов требуется простое большинство (при голосовании на собрании – от числа голосов, участвующих в голосовании), но учредительные документы компании могут предусматривать необходимость квалифицированного большинства в определенных случаях (ст. 81

Закона БВО). Законодатели же БВО полностью воздерживаются от требований, связанных с квалифицированным большинством.

Если меньшая квота не предусмотрена учредительными документами, акционеры с 30% голосов могут потребовать от директоров созыва собрания акционеров (в котором, кстати, можно участвовать по телефону) (ст. 82 Закона БВО). Кроме того, по просьбе любого акционера, а также директора, такое собрание может быть созвано судом (ст. 86 Закона БВО).

Учредительный договор и устав компании (memorandum and articles of association), вообще говоря, могут быть изменены простой резолюцией акционеров. Однако учредительный договор и устав могут предусматривать полный запрет изменения определенных положений, возможность их изменения только квалифицированным большинством или возможность их изменения лишь при определенных условиях. Кроме того, учредительный договор может уполномочивать и директоров (!) компании на изменение учредительного договора или устава; однако при этом директора не могут ограничивать возможности акционеров по внесению таких изменений (ст. 12 Закона БВО).

Слияние или поглощение компаний должно быть одобрено не только директорами, но и резолюцией акционеров каждого класса, правомочного голосовать по этому вопросу (ст. 170 Закона БВО). Однако при поглощении дочерней компании (для получения этого статуса достаточно владеть большинством акций такой компании) одобрения акционеров не требуется (ст. 172 Закона БВО). Отчуждение более 50% активов компании (иначе чем в ходе обычной коммерческой деятельности), если иное не предусмотрено учредительными документами компании, требует одобрения резолюцией акционеров (ст. 175 Закона БВО). Следует, однако, отметить, что реорганизация, слияние, поглощение, продажа активов, ликвидация и др. могут быть произведены по заявке компании решением суда (без необходимости одобрения акционерами) (ст. 177 Закона БВО).

Вопрос принудительного выкупа акций меньшинства решается Законом БВО чрезвычайно просто и без какой-либо привязки к публичному предложению о приобретении акций. Если иное не предусмотрено учредительными документами компании, акционеры, владеющие 90% акций, могут отдать компании распоряжение о выкупе акций у остальных акционеров (ст. 176 Закона БВО).

Предусмотрен Законом БВО и вариант принудительной продажи акций. Миноритарий, не согласившийся с одобренным большинством слиянием (поглощением) или отчуждением более 50% активов компании, либо с принудительным выкупом своих акций, а также с реорганизацией и т.д. по решению суда, имеет право на выплату «справедливой стоимости» за свои акции. Если акционер и компания не договорились о размере «справедливой стоимости», она определяется тремя оценщиками (один назначается акционером, один – компанией, а третий – первыми двумя) (ст. 179 Закона БВО).

Акционер имеет право доступа к следующим документам компании: учредительный договор и устав, реестр акционеров, реестр директоров, протоколы собраний и резолюции соответствующего класса акционеров. Однако директора могут ограничивать это права, если считают, что это в интересах компании. Акционер, впрочем, может оспорить такое ограничение в суде, который решает дело по своему усмотрению (ст. 100 Закона БВО).

Акционер может обратиться в суд с просьбой о назначении расследования дел компании (ст. 223 Закона БВО); подать заявку на восстановление компании, если она исключена из реестра или распущена (ст. 217-218 Закона БВО).

Целый раздел Закона БВО (Part XA), включенный в него уже в 2005 году, посвящен средствам судебной защиты акционеров. Акционер имеет право на иск, если компания или ее директор нарушает положения Закона БВО или учредительных документов компании (ст. 184В Закона БВО); а также если компания ведет дела несправедливо по отношению лично к нему (ст. 184I Закона БВО). Акционер может предъявлять как иски от своего имени к компании (за нарушение ею обязанностей перед ним как акционером) (ст. 184G Закона БВО), так и, с разрешения суда, производные иски от имени компании (в частности, к руководству компании за нарушение его обязанностей) (ст. 184С Закона БВО); суд также имеет возможность преобразовать иск акционера в групповой иск (от имени нескольких акционеров, представителем которых данный акционер является) (ст. 184Н Закона БВО).

Итак, в целом законодательство БВО довольно скромно в защите прав миноритариев. Закон не обязывает принимать какие-либо решения акционеров, даже по изменению устава компании, квалифицированным большинством голосов (но ничто не мешает предусмотреть такое требование уставом компании). «Фундаментальные» сделки (слияние, поглощение, а также отчуждение большей части активов и др.) требуют, как правило, одобрения акционеров, но и здесь квалифицированное большинство не обязательно. Акционеры с 30% голосов могут потребовать созыва собрания акционеров. Любой акционер имеет право на подачу определенных исков (по разрешению суда допускаются производные иски), а также на получение определенной информации. Владельцы 90% акций компании могут принудительно выкупить и остальные акции; миноритарий, недовольный принудительным выкупом его акций или условиями «фундаментальной» сделки, может потребовать выкупа своих акций по справедливой цене. Важную роль в защите прав миноритариев играет суд, в ряде случаев оценивающий на свое усмотрение справедливость тех или иных действий по отношению к акционеру.

## **США (Делавэр)**

США принадлежат к той же правовой системе, что и Великобритания (система общего права). Однако корпоративное законодательство США не имеет общего корня с британским аналогом, так как в обеих странах первые варианты близкого к современному законодательства о юридических лицах появились лишь в XIX веке и совершенно независимо. Аналог континентально-европейского акционерного общества и британской компании с ответственностью, ограниченной акциями, в США именуется «корпорация» (corporation).

США – федеративное государство и каждый штат имеет свое собственное корпоративное законодательство. Здесь мы рассмотрим лишь законодательство штата Делавэр, как одно из наиболее развитых и гибких. Именно в этом штате зарегистрированы многие крупные американские корпорации, даже фактически ведущие деятельность в других штатах. Деятельность корпораций Делавэра регулируется Общим законом о корпорациях (General Corporation Law) (далее – Закон Делавэра).

Корпорацию можно опознать по одному из значащих слов (corporation, incorporated, company, limited и др.) или соответствующей аббревиатуре в ее названии. Мы будем рассматривать только корпорации с акциями (stock corporation). Основным учредительным документом корпорации является ее сертификат инкорпорации (certificate of incorporation). По существу, это аналог учредительного договора, который, после проставления на нем отметки регистрирующего органа (госсекретаря штата), выполняет также функцию свидетельства о регистрации (ст. 102 Закона Делавэра). В сертификате инкорпорации содержатся наиболее важные положения, регулирующие

внутренние дела корпорации. Что касается устава (bylaws), он представляет собой внутренний документ корпорации, не подлежащий регистрации в государственном органе (ст. 109 Закона Делавэра).

Любой акционер корпорации имеет право доступа к реестру ее акционеров и другим документам. Однако для получения этого доступа он должен под присягой подтвердить цель этого шага (которая должна быть «надлежащей») (ст. 220 Закона Делавэра). Собрание акционеров может быть создано советом директоров или лицами, указанными в сертификате инкорпорации или в уставе (ст. 211 Закона Делавэра).

Акционер имеет право на производный иск от имени корпорации (обычно такой иск предъявляется к директорам в связи с ненадлежащим выполнением ими своих обязанностей), но истец, по общему правилу, должен быть акционером во время сделки, которую он оспаривает (а не приобрести свои акции позднее) (ст. 327 Закона Делавэра).

Если иное не предусмотрено сертификатом инкорпорации, каждой акции соответствует один голос (ст. 212 Закона Делавэра). Сертификат инкорпорации может предусматривать возможность кумулятивного голосования при выборах директоров (ст. 214 Закона Делавэра). Если иное не предусмотрено сертификатом инкорпорации или уставом, акционеры решают вопросы большинством голосов от присутствующих на собрании и имеющих право голоса (а не от участвующих в голосовании!), за исключением выборов директоров, которые осуществляются относительным большинством голосов (plurality) (ст. 216 Закона Делавэра). Если иное не предусмотрено сертификатом инкорпорации, голосование на собрании может быть заменено письменным согласием акционеров, как если бы они все присутствовали на собрании (ст. 228 Закона Делавэра). Таким образом, требование квалифицированного большинства не содержится в законе, хотя и может быть предусмотрено учредительными документами.

Изменения в сертификат инкорпорации вносятся по представлению совета директоров на собрании акционеров; для принятия решения требуется большинство голосов по каждому классу голосующих акций, причем от общего количества выпущенных акций (а не только от присутствующих на собрании или от участвующих в голосовании) (ст. 242 Закона Делавэра).

Для отчуждения или сдачи в аренду «всех или почти всех» активов корпорации совет директоров должен получить одобрение владельцев большинства выпущенных голосующих акций, аналогичное большинство требуется и для роспуска компании по предложению совета директоров (ст.ст. 271, 275 Закона Делавэра).

Сделки слияния и поглощения, по общему правилу («обычное» поглощение) также по представлению директоров одобряются на собрании акционеров каждой корпорации, причем большинством от выпущенных акций (ст. 251 Закона Делавэра). Однако если речь идет о поглощении материнской корпорацией ее дочерней корпорации, в которой первая корпорация владеет не менее 90% акций, то достаточно решения директоров материнской компании; не требуется одобрения ни директоров, ни акционеров дочерней корпорации (т.н. «упрощенное поглощение», short-form merger) (ст. 253 Закона Делавэра). В обоих случаях условия слияния могут предполагать выкуп акций миноритарного акционера за денежные средства или какие-либо ценные бумаги. Акционеры, не согласные с условиями слияния или поглощения, имеют право потребовать выкупа их акций по справедливой стоимости (fair value), определяемой судом (appraisal right). Суд определяет справедливую стоимость «с учетом всех существенных факторов», но при этом не учитывается

возможный прирост стоимости, являющийся результатом самого слияния или поглощения (ст. 262 Закона Делавэра).

Чрезвычайно большую роль в успехе Делавэра как привлекательной юрисдикции для создания коммерческих организаций играют суды Делавэра, славящиеся своей эффективностью. Не в последнюю очередь эта эффективность обусловлена тем, что корпоративные дела рассматриваются специализированным судом – Судом справедливости (Chancery Court) (в его юрисдикции находятся также и некоторые другие виды дел, например, связанные с трастами). Апелляционной инстанцией является Верховный Суд (Supreme Court) Делавэра. В соответствии с принципами общего права, суды Делавэра выполняют не только правоприменительную, но и, наряду с органами представительной власти, правотворческую функцию.

В частности, именно суды Делавэра сформулировали важные принципы защиты миноритариев при принудительном выкупе их акций (freeze-out).<sup>1</sup> В последнее время этот вопрос приобрел в США большую актуальность: по результатам ряда корпоративных скандалов (Enron и др.) на публичные компании был возложен целый ряд обременительных обязанностей в части отчетности и др. (Sarbanes-Oxley Act 2002), ввиду чего многие публичные компании предпочли преобразоваться в частные, акции которых не предлагаются публике. Однако для этого необходимо было выкупить акции всех мелких инвесторов, что реально возможно сделать только в рамках поглощения («обычного» или «упрощенного»). Отметим, что помимо права Делавэра, сделки по преобразованию публичных компаний в частные регулируются федеральным законодательством о ценных бумагах, требующим, в частности, детального раскрытия перед миноритариями информации о сделке (17 C.F.C. § 240.13e-3).

В соответствии с фундаментальными принципами англосаксонского права, директора корпорации несут серьезные фидуциарные обязательства перед акционерами, причем как перед мажоритарными, так и перед миноритарными. Это значит, в частности, что утвержденные директорами поглощаемой корпорации условия поглощения должны не только соответствовать букве закона, но и быть «справедливыми» (прежде всего по отношению к миноритариям, так как директора обычно представляют интересы мажоритария, осуществляющего поглощение). В некоторых случаях фидуциарные обязанности распространяются и на акционера-мажоритария, фактически осуществляющего руководящую функцию в корпорации.

Разумеется, в любом случае за судом остается право контроля правомерности условий сделки. Однако в зависимости от ситуации стандарты контроля, применяемые судом, могут существенно варьироваться. Применительно к «обычному» поглощению (по ст. 251 Закона Делавэра) Верховный Суд Делавэра в 1983 году сформулировал стандарт «контроля на полную справедливость» (entire fairness review) (*Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del 1983)). Отметим, что тот же стандарт применяется в Делавэре и при судебной оценке сделок с заинтересованностью.

«Контроль на полную справедливость» означает совместное применение двух критериев, один из которых качественный, а второй – количественный. Во-первых, директора должны продемонстрировать суду, что решение было принято, по отношению к меньшинству, справедливо в процедурном смысле (fair dealing). Во-вторых, необходимо доказать, что и утвержденная ими цена также является справедливой (fair price).

---

<sup>1</sup> *Grossbauer J.F, Morton M.A, Anderson M.R.* Recent Developments in Delaware Law Concerning Standards of Judicial Review in Going Private Transactions. Доступно по адресу <http://library.findlaw.com/2005/Feb/6/133660.html> (опубликовано в 2005 г.).



Стандартным методом обеспечения «справедливой процедуры» в настоящее время является создание поглощаемой корпорацией специального комитета независимых директоров, которые ведут с мажоритарием переговоры об условиях поглощения на принципах «вытянутой руки» (как с независимым контрагентом). Однако даже если такой комитет был создан и согласовал условия сделки, это не снимает возможности «контроля на полную справедливость» со стороны суда. Вместо этого, как явствует из другого решения Верховного Суда Делавэра, создание подобного комитета всего лишь перемещает бремя доказывания с ответчика на истца: в этом случае уже истец (миноритарий) должен с фактами в руках доказывать, что процедура или цена были несправедливыми (*Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)).

Аналогичный эффект, согласно еще одному решению Верховного Суда Делавэра, достигается, если условия поглощения одобрены по принципу «большинством меньшинства» (majority of the minority), то есть большинством голосов акционеров-миноритариев, акции которых выкупаются. Такая процедура также не освобождает сделку от «контроля на полную справедливость», но перемещает бремя доказывания на истца (*Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985)).

Если сделка слияния не прошла судебной проверки на «полную справедливость», последствия могут быть самыми драматичными. Суд может выбрать меру ответственности по своему усмотрению, от денежной компенсации миноритариям до признания сделки полностью недействительной. На практике речь чаще всего идет о денежной компенсации, но при этом суды не чувствуют себя связанными положениями писаного закона о том, что не должен учитываться прирост стоимости, вызванный самим поглощением (ст. 262 Закона Делавэра). То есть несправедливо изгнанные из корпорации миноритарии могут получить долю от «синергетического эффекта» (увеличения эффективности экономической деятельности) при поглощении. Такая мера, очевидно, призвана не столько скомпенсировать ущерб обманутого миноритария, сколько наказать нечестного мажоритария, действующего через совет директоров поглощаемой корпорации в нарушение фидуциарных обязанностей последнего.

Таким образом, требуемая судами процедура поглощения одной корпорацией другой корпорации фактически гораздо более обременительна, чем та, что предусмотрена непосредственно нормативным актом. Нормативный акт предусматривает всего лишь одобрение сделки советом директоров и большинством голосов акционеров обеих корпораций (ст. 251 Закона Делавэра). Согласно судебным прецедентам, требуется также одобрение поглощения либо специальным комитетом независимых директоров поглощаемой корпорации, либо большинством голосов миноритариев. Однако и соблюдение этих требований не снимает возможности судебного «контроля на полную справедливость» поглощения по иску недовольных миноритариев, а лишь перемещает на последних бремя доказывания.

Альтернативный метод принудительного выкупа акций миноритариев основан на процедуре «упрощенного поглощения» (дочерней корпорации, по ст. 253 Закона Делавэра). Он состоит из двух шагов. Во-первых, корпорация, заинтересованная в поглощении другой корпорации, но пока не владеющая в ней 90% капитала, делает публичное предложение о приобретении ее акций. При этом, согласно действующим федеральным правилам для публичных корпораций, совет директоров поглощаемой корпорации может высказаться за поглощение, против поглощения, либо сохранить нейтральность. Как правило, для этой цели также создается комитет независимых директоров, оценивающий сделку по принципу «вытянутой руки». Если совет директоров высказался за поглощение, он выпускает рекомендацию для акционеров по установленной федеральным нормативным актом форме (Schedule 14D-9), причем на это у него есть всего лишь десять дней (17

C.F.C. § 240.14d-9). Во-вторых, если по результатам публичного предложения заинтересованная корпорация получила 90% акций, производится «упрощенное поглощение», которое, напомним, не требует одобрения ни директоров, ни акционеров поглощаемой корпорации. Само публичное предложение, как правило, делается под условием получения не менее 90% акций.

В течение долгого времени предполагалось, что принцип судебного «контроля на полную справедливость» распространяется и на «упрощенное поглощение». Однако в 2001-2002 гг. суды Делавэра сформулировали иной, более либеральный подход применительно к «упрощенному поглощению». Это сделало возможным широкое применение альтернативного метода принудительного выкупа акций.

Еще в 1996 году Верховный Суд Делавэра определил, что, вопреки ранее сложившейся практике, предложение о приобретении акций корпорации, сделанное мажоритарием, не подлежит «контролю на полную справедливость». Мотивировка состоит в том, что поскольку закон не предписывает обязательного одобрения сделки руководящим органом корпорации, такая сделка является обычной коммерческой транзакцией между акционерами, не подразумевающей конфликта интересов. Соответственно, никаких ограничений на цену сделки не накладывается: мажоритарий не обязан предлагать непременно «справедливую» цену (*Solomon v. Pathe Communications Corp.*, 672. A.2d 33 (Del. 1996)).

В 2001 году подобная аргументация была распространена и на последующее поглощение дочерней корпорации. Согласно решению Верховного суда Делавэра, при отсутствии мошенничества или незаконных действий со стороны мажоритария, единственным средством судебной защиты, которое может получить миноритарный акционер, возражающий против «упрощенного» поглощения, является судебная оценка стоимости его акций (предусмотренная ст. 262 Закона Делавэра) (*Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, 777 A.2d 242 (Del. 2001)). То есть судебный «контроль на полную справедливость» не производится, но все же миноритарий имеет право на получение «справедливой стоимости» акций.

Следуя той же логике, Суд справедливости Делавэра в одном из дел отказал в применении «контроля на полную справедливость» к принудительному выкупу акций по результатам публичного предложения: поскольку не было нарушений в части раскрытия информации, а предложение не было «насильственным» (coercive), то мажоритарий не был обязан предлагать миноритария «справедливую цену» (*In re Siliconix Shareholders' Litigation*, 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001)). Год спустя другим решением было уточнено, что именно понимается под предложением контролирующего акционера (мажоритария), не являющимся «насильственным». Был сформулирован критерий из трех пунктов: (1) предложение должно быть обусловлено одобрением со стороны «большинства меньшинства» (неконтролирующих акционеров); (2) контролирующий акционер обязуется по результатам предложения совершить «упрощенное поглощение» по той же цене, что и цена предложения; и (3) контролирующий акционер не делал «угрожающих заявлений» (retributive threats). Отметим, что одобрения директоров поглощаемой корпорации не требуется (хотя до некоторой степени оставлен открытым вопрос о стандарте судебного контроля, если такое одобрение получено) (*In re Pure Resources, Inc.*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002)).

Таким образом, процедура принудительного выкупа акций меньшинства в связи с «упрощенным поглощением», следующим за предложением о приобретении акций, гораздо менее обременительна, чем та, что предусмотрена для «обычного» слияния. Писанный закон не предусматривает одобрения сделки ни акционерами, ни директорами поглощаемой корпорации. Однако, согласно судебным прецедентам, чтобы предложение считалось «не насильственным», оно должно одоб-

ряться большинством миноритариев, сам принудительный выкуп должен осуществляться по цене исходного предложения, а покупатель не должен прибегать к угрозам. Не должно быть также и нарушений, связанных с раскрытием информации. Одобрения предложения директорами поглощаемой корпорации суды не требуют. При указанных условиях жесткий стандарт «контроля на полную справедливость» судами Делавэра не применяется. Миноритарий имеет право лишь на судебную оценку «справедливой стоимости» его акций.

Как видим, стандарт судебной оценки сделки по принудительному выкупу акций меньшинства существенно отличается в случае «обычного» поглощения и «упрощенного» поглощения, связанного с публичным предложением о приобретении акций. Однако в обоих случаях требования судов выше, чем те, что установлены писанным законом. Суды считают своим долгом защитить мелкого держателя акций от могущественного контролирующего акционера, который может устанавливать несправедливые условия сделки. Как отмечается в одном из упомянутых судебных решений, «Верховный Суд [Делавэра] рассматривал контролирующего акционера как 800-фунтовую гориллу, чье желание немедленно сожрать все остальные бананы, вероятно, напугает менее могучих приматов, таких как мнимо независимых директоров, которые, скорее всего, были подобраны самой гориллой» (*In re Pure Resources*, 808 A.2d 436).

Итак, корпоративное законодательство Делавэра довольно скромно в защите прав миноритариев. Акционер имеет право на доступ у определенным документам корпорации, а также право на производный иск от имени корпорации. Закон не предписывает принятия каких-либо решений акционеров квалифицированным большинством (хотя наиболее серьезные решения требуют большинства от всех голосующих акций, а не только от присутствующих на собрании). Закон допускает возможность принудительного выкупа акций меньшинства в двух случаях. В случае «обычного» поглощения для совершения сделки требуется одобрение акционеров и директоров поглощаемой корпорации. В случае «упрощенного» поглощения (дочерней на 90% корпорации) такого одобрения не требуется, решение принимается директорами материнской компании. В обоих случаях миноритарий имеет право на судебную оценку «справедливой стоимости» выкупаемых у него акций.

Значительную роль в защите миноритариев играют суды Делавэра. Дополнительно к требованиям писаного закона, суды устанавливают определенные требования к процедуре принудительного выкупа акций. В случае «обычного» поглощения производится судебный контроль на «полную справедливость» сделки, то есть на «справедливую процедуру» и «справедливую цену». Для обеспечения «справедливой процедуры» сделка одобряется комитетом независимых директоров или «большинством меньшинства» акционеров. Однако и соблюдение этих формальностей не снимает возможности контроля на «полную справедливость», а лишь перемещает бремя доказывания на истца (недовольного сделкой миноритария). В случае «упрощенного» поглощения контроля на «полную справедливость» не производится, если предложение о покупке акций не является «принудительным». Для этого оно, в частности, должно быть одобрено «большинством меньшинства» акционеров поглощаемой корпорации. Однако одобрения ее директоров, вообще говоря, не требуется. Таким образом, второй вариант выкупа гораздо менее обременителен для контролирующего акционера. В любом случае за миноритарием остается право судебной оценки «справедливой стоимости» своих акций, то есть на принудительную продажу контролирующему акционеру своих акций именно по этой стоимости.

## Выводы

В большинстве стран корпоративное право предусматривает определенные гарантии прав акционеров-миноритариев. Так, наиболее важные решения, например, изменения в учредительных документах компании, могут требовать одобрения квалифицированным большинством акционеров (Россия, Великобритания, Кипр). Однако в некоторых юрисдикциях общего права (БВО, Делавэр) закон не устанавливает требования квалифицированного большинства, хотя компания может ввести это требование своими учредительными документами. Другой вариант на ту же тему – требование одобрения важнейших решений большинством от выпущенных акций, а не большинством от голосующих или присутствующих на собрании. Акционер всегда имеет право на доступ к определенным документам компании. Нередко держателям определенных пакетов акций предоставляются некоторые дополнительные права, такие как право созыва внеочередного собрания акционеров.

Разумеется, акционер всегда может обратиться в суд с иском о нарушении его прав. Дополнительно к этому, в определенных законом случаях акционер имеет право производного иска от имени компании (как правило, к ее руководству). Изначально такой иск был характерен для стран общего права, но в настоящее время он воспринят и юрисдикциями континентального права, включая Россию.

Значительную роль в конвергенции систем права играет законодательство ЕС. В частности, в странах ЕС обязаны имплементировать директивы ЕС, относящиеся к корпоративному праву, в том числе о приобретении публичных компаний. Последняя директива, в частности, предписывает как возможность принудительного выкупа оферентом акций меньшинства, не принявшего публичное предложение о приобретении акций, так и принудительной продажи акций этим меньшинством оференту. Эти положения присутствуют в законодательстве Великобритании и Кипра. По видимому, данная директива ЕС послужила моделью и для российского варианта данных норм.

На БВО возможность принудительного выкупа не связана с предложением о приобретении акций: для выкупа акций миноритария достаточно иметь 90% акций; при этом миноритарий имеет право на судебную оценку справедливой стоимости акций. В Делавэре принудительный выкуп акций возможен при поглощении одной корпорацией другой корпорации (по результатам публичного предложения или без такового); в случае поглощения дочерней (на 90%) корпорации применяется упрощенная процедура, не требующая согласия директоров или акционеров поглощаемой компании. В любом случае миноритарий имеет право на судебную оценку справедливой стоимости акций.

Традиционно в странах общего права весьма большую роль в вопросах корпоративного права играют суды. Однако в результате унификации законодательства в рамках ЕС в Великобритании и на Кипре центр тяжести до некоторой степени перемещается на писанные законы. В то же время на БВО и особенно в Делавэре роль судов весьма велика. В частности, в Делавэре суды установили специальные требования к процедуре принудительного выкупа акций меньшинства, не предусмотренные писанным законом («контроль на полную справедливость»). В случае нарушения этих требований суд может избрать меру ответственности по своему усмотрению, вплоть до признания сделки по поглощению недействительной.

Материал подготовлен компанией Roche & Duffay  
тел. (495) 790-2660; 624-1300