

Ефремов Александр Петрович

## ПРОБЛЕМЫ ЗАЩИТЫ ПРАВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

### Аннотация:

*Статья посвящена проблемам повышения эффективности защиты прав миноритарных акционеров на российском фондовом рынке. Цель статьи – разработка мер по созданию системы эффективной защиты прав миноритарных акционеров. В статье рассматриваются основные варианты противоправных действий против миноритарных акционеров, а также предлагаются способы защиты их прав с целью повышения инвестиционной привлекательности российского финансового рынка в целом.*

### Ключевые слова:

*миноритарные акционеры, эмитент, нарушение прав миноритарных акционеров, защита прав, фондовый рынок, инвесторы.*

Efremov Alexander Petrovich

## PROBLEMS OF PROTECTION OF THE MINORITY SHAREHOLDERS' RIGHTS IN THE RUSSIAN STOCK MARKET

### Summary:

*The article deals with the increase of efficiency of protection of the minority shareholders' rights in the Russian stock market. The article's purpose is to develop measures aimed at creation of a system of effective protection of the minority shareholders' rights. The author considers the main variants of illegal actions against the minority shareholders, and also suggests the ways of their rights protection in order to increase the investment appeal of the Russian financial market in general.*

### Keywords:

*minority shareholders, issuer, infringement of minority shareholders' rights, stock market, protection of rights, investors.*

Миноритарии – это акционеры компании, доля акций которых незначительна для того, чтобы провести решение в собственных интересах. Такими акционерами могут быть как один человек, так и целая компания. Незначительная доля акций формально означает менее половины акций эмитента.

Для защиты прав миноритариев законодательство большинства стран предусматривает кумулятивное голосование. В отличие от традиционного (одна акция – один голос) кумулятивное голосование построено по принципу кумулятивной выборочности. Этот принцип означает, что число голосов, которое есть у одного акционера (один голос – одна акция на число мест в совете) может быть отдано за одного кандидата.

Все портфельные инвесторы представляют собой миноритарных акционеров. Как отечественные, так и зарубежные исследователи доказали, что интересы миноритарных акционеров совпадают с интересами общества в целом. Именно к таким выводам пришли такие ученые, как Ф. Модильяни, М. Миллер, Р. Коуз, Дж. Стиглер и другие [1]. Среди российских исследователей, занимавшихся проблемами миноритарных акционеров и доказавших их общественную значимость можно отметить И.В. Костикова.

В настоящее время мировая практика насчитывает две формы защиты прав миноритарных акционеров. Во-первых, это законодательное регулирование. Во-вторых, правоприменение. При этом правоприменение может осуществляться в судебном порядке, органами власти или же самостоятельно участниками рынка, их объединениями и инвесторами. Очевидно, что с точки зрения минимизации затрат наиболее эффективны последние два способа защиты прав миноритарных акционеров – органами государственной власти и участниками рынка.

В России на данном этапе развития финансового рынка проблема защиты прав миноритарных акционеров стоит чрезвычайно остро. За последние 7 лет, вплоть до момента ликвидации, Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) уделяла немало внимания данной проблеме. В частности, были узаконены собрания акционеров, проведена модернизация кодекса корпоративного управления, был принят закон о противодействии манипулированию ценами и распространения инсайдерской информации. Кроме того, были усовершенствованы процедуры листинга, что снизило вероятность допуска на фондовые биржи недобросовестных инвесторов.

В то же время мы можем отметить некоторые недоработки экс-регулятора в области защиты миноритарных акционеров.

Во-первых, большинство принятых нормативных актов вводят слишком мягкое регулирование и не ограничивают миноритарных акционеров от противоправных действий эмитентов. Так, например, после принятия закона об инсайдерской информации и манипулировании ценами количество противоправных действий на российском фондовом рынке не уменьшилось.

Во-вторых, во многих нормативных актах и вовсе отсутствуют санкции за совершение противоправных действий.

В-третьих, свою слабость в деле защиты миноритарных акционеров продемонстрировали и регулирующие органы, что отчасти объяснимо дефицитом ресурсов (трудовых, временных, кадровых, финансовых).

Из всего вышесказанного можно сделать следующий вывод – несмотря на успехи в деле регулирования отечественного фондового рынка в России до сих пор отсутствует сила, заинтересованная в создании эффективной системы защиты прав миноритарных акционеров. Ни регулирующие, ни законодательные органы, ни сами эмитенты на данном этапе развития рынка не могут выступать в качестве такой силы. В результате новейшая история развития российского фондового рынка изобилует примерами грубого нарушения прав миноритарных акционеров.

Все многообразие нарушений прав миноритарных акционеров можно подразделить на следующие основные типы:

1. Невыплата дивидендов даже при наличии источников выплат.

2. Отказ эмитента осуществить обязательный выкуп ценных бумаг при преодолении порога в 30, 50 и 75 % капитала компании.

3. Делистинг ценных бумаг эмитента, в результате чего акционеры оказываются лишенными возможности продать имеющиеся у них ценные бумаги по рыночной цене.

Взаимоотношения мажоритарных, миноритарных акционеров, регулирующих органов и эмитентов – сложный, противоречивый процесс, в котором каждая сторона отстаивает свои интересы в силу имеющихся возможностей и ресурсов. По этой причине нельзя назвать одну или две причины пренебрежительного отношения к миноритарным акционерам в России. Мы можем выделить следующие факторы, влияющие, на наш взгляд, на перекосы в системе отношений миноритарные акционеры-эмитенты:

1. Множество мелких предприятий, имеющих организационно-правовую форму акционерных обществ, но де-факто не являющихся таковыми. Сотни тысяч российских предприятий, вставших на путь акционирования в середине 90-х годов прошлого века, не представляли себе уровень открытости, публичности и ответственности, который приходится брать на себя акционерным обществам в настоящее время.

2. Наличие множества мелких акционеров, ставших собственниками предприятий еще в период ваучерной приватизации и, фактически, являющихся обузой для акционерных обществ.

3. Инвестиционные фонды, специализирующиеся на гринмейле.

4. Безынициативность регулирующих органов, в том числе и ведущего экс-регулятора – Федеральной службы по финансовым рынкам.

Последний фактор (безынициативность регулирующих органов) нуждается в уточнении. С середины 2000-х г. акцент в действиях регулирующих органов в части защиты прав инвесторов был сдвинут, на наш взгляд, в область защиты крупных институциональных, прежде всего иностранных инвесторов. При этом успехи в деле защиты институциональных инвесторов во многом были достигнуты за счет пренебрежения интересами и правами миноритарных акционеров. Крупные участники рынка имеют больше возможностей для защиты своих прав в судебном порядке, для лоббирования своих интересов в регулирующих органах, в том числе законодательных. По этой причине крупные участники рынка меньше заинтересованы в высоком уровне корпоративного управления, чем миноритарные акционеры. Очевидно, что российские регулирующие органы в лице экс-ФСФР, поставив цель увеличения капитализации отечественного фондового рынка, стремились, прежде всего, удовлетворить интересы крупных инвесторов. Нередко данная стратегия осуществлялась за счет ущемления интересов миноритарных акционеров.

Нарушение прав миноритарных акционеров негативно сказывается и на динамике объемов торгов ценными бумагами на российских биржах. Так, доля российских бирж в совокупном объеме биржевой торговли акциями неуклонно снижается с августа 2009 г., а с сентября 2012 г. не превышает 50 %.

Помимо снижения доли российских бирж можно констатировать и негативную динамику объемов торгов на российских биржах, что, на наш взгляд, также вызвано нарушением прав миноритарных акционеров

Итак, мы пришли к выводу, что многочисленные случаи нарушения прав миноритарных акционеров на российском фондовом рынке приводят к негативным последствиям, в том числе к оттоку капитала с российского рынка, снижению объемов торгов и сокращению доли российских бирж в общем объеме сделок с отечественными ценными бумагами. При этом в качестве одной из причин ущемления прав миноритарных акционеров мы назвали смещение акцентов в деятельности регулирующих органов в пользу защиты прав и интересов крупных институциональных, прежде всего иностранных инвесторов.

В связи с образованием в России нового мегарегулятора национального финансового рынка стратегия формирования отношений между миноритарными акционерами, эмитентами и

регулирующими органами должны быть пересмотрены. Наши предложения по реформированию отношения регулятора к миноритарным акционерам сформулированы на основе анализа основных типов нарушений прав акционеров на российском рынке ценных бумаг.

Во-первых, мы предлагаем прописать в Федеральном Законе «О рынке ценных бумаг» статью об обязательной выплате дивидендов акционерными обществами в тех случаях, когда компания имеет финансовые возможности осуществить такие выплаты. Другими словами, выплата дивидендов акционерными обществами должна превратиться из права в обязанность. Реализация данного предложения должна существенно повысить ценность привилегированных акций, которые в настоящее время котируются в разы дешевле, чем обыкновенные акции соответствующих компаний.

Во-вторых, мы считаем целесообразным обязать акционерные общества направлять на выплату дивидендов избыточную часть нераспределенной прибыли. При этом мы предлагаем определять избыточную часть прибыли как сумму, превышающую 10 % от стоимости активов эмитента. Реализация данного предложения существенно увеличит инвестиционную привлекательность российских ценных бумаг. Так, только один российский эмитент ОАО «Сургутнефтегаз» имеет возможность выплатить в виде дивидендов около 120 млрд р. [2]. Стоит учесть, что выплата дивидендов положительно скажется и на пополнении российского бюджета, так как в целях налогообложения прибыли от дивидендных выплат используется ставка в 9 %.

В-третьих, величина доходов первых лиц акционерного общества должна коррелировать с размерами выплаченных дивидендов. В частности, мы предлагаем ограничить размер бонусов топ-менеджеров компании величиной 5–10 % от размера начисленных и выплаченных за тот же период времени дивидендов. Таким образом, в период финансовых затруднений акционеры окажутся в одних условиях с топ-менеджерами компании, которые не смогут начислять себе высокое вознаграждение, в то время как нераспределенной прибыли не хватает на выплату дивидендов.

В-четвертых, мы считаем необходимым значительно повысить ответственность эмитентов за отказ осуществить обязательный выкуп ценных бумаг в случае преодоления порога в 30, 50 и 75 % капитала эмитента. При этом штраф за невыполнение данной нормы должен перекрывать выгоду эмитента от ее нарушения. По этой причине мы предлагаем увеличить размер штрафа до 25 % от стоимости капитала компании.

В-пятых, мы предлагаем обязать эмитентов в случае объявления делистинга ценных бумаг выплачивать дивиденды исходя из всего объема накопленной нераспределенной прибыли. Данное предложение, во-первых, значительно сократит стимулы по осуществлению процедуры делистинга, а во-вторых, позволит компенсировать акционерам снижение рыночного курса ценных бумаг за счет выплаты дивидендов.

В-шестых, в целях защиты прав миноритарных акционеров мы считаем целесообразным изменить условия листинга эмитентов на российских биржах.

#### **Ссылки:**

1. Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование / под общ. ред. И.В. Костикова. М., 2004. Т. 1. С. 87–99.
2. Обухова Е., Огородников Е. Чем полезен миноритарий // Эксперт. 2013. № 46.

#### **References:**

1. Kostikov, IV (ed.) 2004, *Efficient capital market: economic liberalism and government regulation*, Moscow, vol. 1, p. 87-99.
2. Obukhova, E & Ogorodnikov, E 2013, 'How a minority shareholder is useful', *Expert*, no. 46.