

Константин Пахунов

Миноритарии и пустота

Компании молчаливо выдавливают мелких акционеров из капитала, ЦБ от активной защиты частных инвесторов воздерживается. Для российского финансового рынка это означает стабильно низкую капитализацию, для экономики — низкую залоговую базу, для компаний — невозможность привлечь финансирование с рынка



ИГОРЬ ШАПОШНИКОВ

Xорошее отношение к акционерам, прозрачная дивидендная политика, согласованная работа совета директоров... Машиностроительный завод имени М. И. Калинина — редкий пример образцового обращения с мелкими акционерами. За исключением 2009 года МЗиК выплачивал дивиденды в строгом соответствии с уставом, а для российских компаний, особенно второго-третьего эшелона, это случай нечастый.

А вот Долгопрудненское научно-производственное предприятие, входящее в ту же структуру, что и МЗиК, а именно в концерн «Алмаз-Антей», при любой прибыли направляет на выплату дивидендов копейки, его миноритарии который год безуспешно пытаются отстоять свои права. Частные инвесторы связывают такую разницу с личными качествами топ-менеджмента: бессменный гендиректор МЗиК **Николай Клейн** известен тем, что в самые трудные времена, в 1990–2000-е, не распустил коллектива, не пустил под пресс и не распродал оборудование и фактически сохранил предприятие.

Создается впечатление, что громкий отказ «Газпрома» от выставления оферты по облгазам (см. «Как напугать «Газпром», «Эксперт» № 36 за 2014 год), совпавший с переводом Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) в состав ЦБ и с созданием мегарегулятора, стал точкой невозврата. Вопреки надеждам, которые на первых порах связывали с появлением мегарегулятора — ведь зарплаты там втрое выше, чем в ФСФР, и защищать миноритариев можно было бы активнее, опираясь на вес ЦБ, — ситуация с правами миноритарных акционеров застыла в нижней фазе. Даже оферты по заниженным ценам уже не выглядят злом, говорит частный инвестор **Денис Панасюк**, — ведь офера есть, а цену теоретически можно оспорить в суде. Самая большая проблема в том, что эмитенты, особенно второго и последующих эшелонов, не ведут ровно никакой работы со своей капитализацией и с мелкими акционерами. Они не понимают, зачем нужен фондовый рынок, не хотят видеть у себя в реестре физлиц — но и выкупать у них акции тоже не хотят, надеясь, что, если максимально усложнить жизнь «мино», те сами собой исчезнут. Мегарегулятор, в свою очередь, сосредоточился на бумажной работе, но ему гораздо проще работать с теми, кому он выдает лицензию. Когда дело доходит до споров, миноритарии оказываются в судах один на один с эмитентами — и с абсолютной некомпетентностью судей.

Никто не заставит

Может сложиться впечатление, что о миноритарных акционерах просто забыли в силу их малого влияния на рынок, но это не так. Как следует из отчетности Московской биржи, на декабрь 2016 года количество уникальных клиентов в системе торгов составляло 1,1 млн человек. И это только те «физики», кто зарегистрирован на бирже. Если добавить сюда клиентов инвестиционных фондов, а также тех, у кого акции лежат в реестрах со временем приватизации, можно предположить, что около 18 млн россиян владеют акциями (оценка Myriad Rus).

Еще во время существования ФСФР появилась идея как-то упорядочить хаос, царящий в открытых акционерных обществах. Большинство из них получили мелких акционеров еще во время приватизации, но со временем поняли, что быть по-настоящему публичными компаниями, со всеми требованиями к раскрытию и общению с физлицами, они не хотят. По мысли чиновников, нужно было дать возможность тем, кто не хочет публичности, наконец избавиться от нее. С 1 сентября 2014 года в России вступил в действие закон, упразднивший ЗАО и ОАО. В теории теперь должны остаться только ПАО (публичное акционерное общество) и АО (непубличное акционерное общество).

«Идея понятна, но подход странный, — говорит Денис Панасюк. — На бирже могут торговаться только ПАО, те, кому принципиально не нужно быть публичными, становятся просто АО. Но раньше было ограничение: если в обществе 50 акционеров и меньше, то оно может считаться ЗАО, если хотя бы 51, то должно стать ОАО. А теперь порог почему-то вообще убрали. Существуют непубличные общества более чем с тысячами акционеров, например Московский вертолетный завод им. М. Л. Миля. Ну как же так? При этом, чтобы из ПАО преобразоваться в АО, необходимо, чтобы общество было освобож-

дено от раскрытия информации, что возможно только при количестве акционеров менее 500. Сделали бы такой же порог: если акционеров более 500, то акционерное общество не может быть непубличным, но ведь этого не произошло».

Этот вопрос действительно важен — так как непубличные общества могут не публиковать квартальную отчетность и не раскрывать многие другие важные данные. Вообще становится непонятной судьба твоих ценных бумаг, если ты акционер непубличного общества.

Платить не хотят не только непубличные эмитенты. Самый известный пример пренебрежения акционерами — история с «Газпромом» и облгазами. Он возвращает нас в 2013 год, когда монополия закрыла сделку по выкупу у государственного «Роснефтегаза» долей в 72 газораспределительных организациях (ГРО; тех самых облгазах) за 25,86 млрд рублей. Примерно в половине случаев миноритариям этих облгазов должны были по закону выставить оферту. Цена вопроса — 8 млрд рублей, для структуры уровня «Газпрома» это, казалось бы, не та сумма, ради которой нужно нарушать закон. Тем не менее выставить оферту «Газпром» отказался, первоначально сославшись на аффилированность с «Роснефтегазом» (закон избавляет от необходимости выкупа в таком случае). На защиту миноритарев попытался встать ЦБ. В 2013–2014 годах территориальные подразделения регулятора вынесли предписания в отношении «Газпрома» и «Газпром газораспределения» с требованием направить обязательное предложение акционерам ГРО. «Газпром» предписание проигнорировал. В январе 2015 года ЦБ вынес повторные предписания, но и они были проигнорированы. А летом монополия перепродала своей структуре пакеты в спорных ГРО. «ЦБ выиграл в Верховном суде, и все. Дальше рычагов воздействия в нашем законодательстве нет», — говорит Денис Панасюк.

Пренебрежение миноритариями мешает самим компаниям. Заботясь о мелких акционерах, компании повышали бы свою капитализацию — и получали бы отличный инструмент для привлечения денег под залог акций, слияний и поглощений и т. д. Весь российский бизнес развивался бы и стоил совсем по-другому

Здесь вам не SEC

Действительно, у ЦБ нет возможности принудить эмитента соблюдать закон. Как отмечает **Борис Хорев**, пресс-секретарь юридической компании Myriad Rus, проблема в законодательстве: «Государство предлагает нарушающему корпоративное законодательство акционеру выплатить умеренный штраф. Пример: мы выиграли суды всех инстанций по искам миноритарных акционеров против «Газпром газораспределение Воронеж», мажоритарный акционер которого, «Газпром газораспределение», с 2005 года уклоняется от исполнения нормы федерального закона о направлении обязательного предложения миноритарным акционерам. Однако воз и ныне там, потому что менеджменту компании проще выплатить штраф — что-то около полумиллиона рублей, — чем исполнять норму закона». Тогда как в том же Евросоюзе размер штрафа был бы сопоставим с суммой оферты, не говоря уже о США. Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities And Exchange Commission, SEC) настолько мощна, что держит в страхе даже зарубежных эмитентов, имеющих листинг на американских биржах, в том числе следя за их действиями в других странах. Так, два года назад Vimpelcom Ltd был оштрафован на 795 млн долларов за коррупцию при выходе на рынок Узбекистана. Находящаяся в Китае рекламная компания Focus Media Holding Ltd и ее руководитель **Джейсон Джанг** были оштрафованы на 55,6 млн долларов за «неточное раскрытие информации». «Своим» тоже нет поблажек: так, компании Penn West Petroleum Ltd, руководители которой, согласно документам SEC, манипулировали данными в отчетности, уже пришлось сократить штат в семь раз и сменить название, а ее бумаги, стоявшие 12 долларов, обвалились до 67 центов. Что называется, почувствуйте разницу.

Доцент факультета права ВШЭ **Антон Селивановский** полагает, что проблема не столько в Банке России, сколько в российской судебной системе, которая не способна решать подобные споры эффективно. «Сравнивая ЦБ и SEC, стоит учитывать, что в США иная судебная система, а у SEC значительно больше полномочий, чем у Банка России, и тесное взаимодействие с ФБР и другими структурами. При этом у них вся система работы с ценными бумагами гораздо лучше обкатана», — говорит эксперт. — Насколько я знаю, у ЦБ не хватает полномочий для получения всей необходимой информации и не отложено взаимодействие с правоохранительными органами».



Первый зампред ЦБ РФ, руководитель службы по финансовым рынкам Банка России Сергей Швецов не решился занять активную позицию в защите прав миноритарных акционеров

Отметим, что «Газпром» с прохладцей относится к требованиям не только закона о рынке ценных бумаг, но и кодекса корпоративного поведения Московской биржи. Однако площадка не принимает никаких мер в отношении монополии.

Забудьте о гринмейле

Силы мажоритариев и миноритариев в российской практике чудовищно неравны. По словам Бориса Хорева, как только акционер преодолел порог в 50%, далее ему нет никакого смысла соблюдать законодательство, и он получает ничем не ограниченный контроль над обществом. Представитель Myriad Rus напоминает о психологии: отечественный мажоритарный акционер, каким бы количеством акций он ни владел, воспринимает компанию как свою собственность. Нередко это идет вразрез с интересами не только остальных акционеров, но и самого общества.

«По закону права есть у всех акционеров, но миноритариям защитить их чрезвычайно сложно, так как они ограничены в получении важнейшей информации о деятельности общества и его дочерних компаний», — говорит Антон Селивановский. — Более того, есть инициатива лишить миноритария и самого права запрашивать у менеджмента какую-либо информацию». Речь идет о предложенном в январе Министром ограничении права миноритариев запрашивать информацию — чиновники решили, что делать это могут только обладатели не менее 5% акций и лишь в том случае, если акционер докажет наличие деловой цели.

Складывается интересная ситуация. Закон нарушают мажоритарии, а ограничивают миноритарных акционеров.

Причем именно в части получения информации, которая подчас становится единственным весомым доказательством нарушения закона и основанием для судебного иска. Может быть, крупные акционеры боятся пресловутого гринмейла?

Но, как считает Антон Селивановский, с гринмейлом в нашей стране ситуация совсем иная, нежели в США и Европе: «Условный гринмейл в России может быть эффективен, только когда за гринмейлером стоит достаточно значительная сила. И это явно не случай миноритария». Ученый также напоминает, что кроме корпоративных шантажистов существуют так называемые корпоративные активисты — инвесторы, которые приобретают акции, потом активно участвуют в управлении компанией, чтобы за счет лучшего управления повысились ее капитализация, прибыль и, соответственно, дивиденды.

В принципе, то самое разделение на ПАО и АО уже дало компаниям механизм защиты от возможного гринмейла — достаточно выкупить акции у миноритариев. Однако этого не происходит: тратить деньги эмитентам тоже не хочется.

Быть «минором»

Частный инвестор с двадцатилетним стажем **Вадим Усков** отмечает, что в некоторых сферах мелким акционерам в последние годы действительно стало несколько лучше. Например, «сейчас, если ты запрашиваешь информацию, ее дают. Могут потянуть время, но все равно информацию предоставят».

Но даже улучшения, которые должны были, по задумке, облегчить жизнь «минорам», на деле ее усложняют. Одна из подобных инициатив — возмож-

ность голосовать «не выходя из дома». Вот что говорит о ней Денис Панасюк: «Прекрасное нововведение ЦБ и Мосбиржи — электронное голосование на собраниях акционеров. С 1 июля 2016 года акционеры — депоненты НРД не получают бумажных бюллетеней для голосования на собраниях акционеров компаний, акции которых учитываются на счетах депо в НРД. У них два варианта: проголосовать электронно через брокера или лично на собрании акционеров. Идея действительно великолепная — на неразосланных бюллетенях экономятся сотни человеко-часов работы и тысячи тонн бумаги плюс повышается количество проголосовавших, так как многим акционерам просто лень идти на почту и отправлять бюллетени. Но при этом брокеров не обязали предоставлять клиенту возможность проголосовать электронно. Это право брокера: хочет — предоставляет услугу, хочет — не предоставляет. Получается, если я пять-десять лет назад выбрал “не того” брокера, то я не могу голосовать на многих собраниях, потому что большинство собраний проводятся заочно и не предполагают возможности личного присутствия акционера. Инициатива хорошая, но недоработанная».

Если спуститься ниже акций первого эшелона, то там проблем с голосованием еще больше. Вадим Усков напоминает, что после приема бюллетеней для голосования на собрании акционеров эмитент передает их реестродержателю. Однако ни у того ни у другого нет обязанности составлять акт приема-передачи, хотя бы с указанием количества передаваемых документов. Нет обязанности хранить списки участников собрания. То же и с обратной передачей на хранение эмитенту. «На данных этапах может произойти множество злоупотреблений, и технических ошибок. В результате могут возникнуть ситуации, когда ничего не будет возможно сделать ни с помощью Центробанка, ни с помощью судов, невозможно установить, участвовал ли акционер в собрании», — говорит Вадим Усков.

Фактически все инструменты защиты прав мелкого акционера сводятся к двум вещам — письмам в ЦБ и суду. При этом суд для мелкого держателя акций — серьезная проблема. Далеко не каждый юрист разбирается в корпоративном праве, к тому же это большие судебные

издержки и время. А мажоритарии могут спокойно применять тактику изматывания, бесконечно затягивая процесс, так как на их стороне больший объем финанс и административный ресурс. И они этим пользуются, проводя своеобразную DDoS-атаку. Вадим Усков рассказывает о своем опыте подобных судов: «Даже инвестиционщикам иной раз сложно разобраться в хитросплетениях дела. Что уже говорить о судьях. Иногда самый важный вопрос тонет в массе других вопросов, когда оппоненты буквально закидывают судью несущественными деталями. Непонятны решения и мотивировки некоторых судей. Создается впечатление, что они как-то по-своему трактуют формулировки повесток и решений собраний акционеров и уставов обществ».

«ЦБ нужно выпустить методическое пособие, как миноритарному акционеру защитить свои права, — предлагает

Зачем вам рынок

Интересно, что компании, «зажимающие» выставление оферты и выплату дивидендов, отказывающиеся видеть миноритариев, совершенно упускают из виду, что хуже они делают не столько миноритариям, сколько себе самим.

Основатель проекта Alénpa Capital Элвис Марламов видит в сложившейся ситуации институциональную проблему. По его словам, у эмитентов и мажоритариев есть глубинное непонимание, что прозрачность и честность вкупе с адекватной дивидендной политикой резко повысят привлекательность инвестиций и, как следствие, капитализацию. «Многие еще не понимают, зачем им биржа. Эмитенты не понимают, что можно оценивать бизнес так (с помощью акций — «Эксперт»). Они думают, что бизнес стоит одну годовую прибыль, и все. Региональные бизнесмены вообще не понимают, зачем им быть прозрачными и котироваться на бирже», — говорит Элвис Марламов.

При этом, увеличив капитализацию компаний, ее ключевые акционеры получали бы отличный инструмент для привлечения денег под залог акций, слияний и поглощений и т. д. Весь российский

бизнес развивался бы и стоил совсем по-другому. Конечно, речь идет именно о росте капитализации реальных компаний, а не о раскрутке непонятного актива, что в последние годы практикуется финансовыми группами, особенно в секторе РИИ.

«Фондовый рынок РФ дискредитирован. У людей, особенно пожилых, очень негативные ассоциации с российским фондовым рынком. Те немногие, кто решаются вложитьсь в российские акции, не ощущают защищенности, — констатирует Вадим Усков. — Безответственные действия с самого высокого уровня (вспомните эпопею “Дивиденды госкомпаний — 2016”) до компаний местного разлива вроде GTL (одиозная компания, акции которой были разогнаны на 8000%, а потом сброшены. — «Эксперт») не улучшают инвестклимат. В итоге люди вкладывают кровные в стройку, в квартиры, квартиры стоят или приносят мало прибыли. Как итог — замораживаются большие средства, которых не хватает предприятиям».

Российский рынок годами остается крайне дешевым. Отношение его капитализации к выручке компаний — менее 1, в США — более 2. Не в последнюю очередь это связано со сложной ситуацией вокруг миноритарных акционеров

Денис Панасюк. — Некую пошаговую инструкцию: увидел нарушение — сделал то-то».

В пресс-службе ЦБ на вопрос, как будет решаться проблема защиты прав миноритариев, ответили так: «Основные мероприятия, касающиеся изменения прав владельцев привилегированных акций и миноритарных акционеров, определены в пунктах 2 и 8 плана мероприятий (“дорожной карты”) “Совершенствование корпоративного управления”. В настоящее время идет работа по реализации этих пунктов. В соответствии с п. 8 “дорожной карты” в правительство РФ внесен проект федерального закона “О внесении изменений в статьи 40 и 75 Федерального закона “Об акционерных обществах”». Законопроект предусматривает предоставление акционерам — владельцам обыкновенных акций публичного общества преимущественного права приобретения размещаемых впервые акций другой категории (типа)». Это усложнит размывание доли миноритариев допэмиссиями, что сейчас происходит довольно часто.