

Дополнительная эмиссия — распространенный механизм дополнительного финансирования компании от акционеров или третьих лиц. Но дополнительная эмиссия, особенно если она проводится по закрытой подписке, может стать для эмитента головной болью. Читайте, как миноритарии оспаривают допэмиссию.

Текст: Сергей Коновалов, юрист «Saveliev, Batanov & Partners»

Оспаривание допэмиссии по закрытой подписке. Ключевые точки

За последние два года миноритарные акционеры инициировали несколько крупных споров по оспариванию дополнительных эмиссий крупных хозяйственных обществ: ПАО «Мосэнергосбыт» (А40-198749/2016), АКБ «Инвестторгбанк» (ПАО) (А43-32325/2015), АО «Газпром газораспределение Нижний Новгород» (А43-32325/2015). Несмотря на то что суды обычно от-

казывают в удовлетворении требований, такие иски могут существенно навредить репутации эмитента.

Закон о рынке ценных бумаг закрепляет в п. 7 ст. 26 два основания для признания недействительным дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг. Первое: нарушение эмитентом в ходе эмиссии ценных бумаг требований законодательства, которое не может быть устранено иначе чем по-

средством изъятия из обращения эмиссионных ценных бумаг дополнительного выпуска. Второе: обнаружение в документах, на основании которых был зарегистрирован дополнительный выпуск акций, или в отчете об итогах дополнительного выпуска либо в уведомлении об итогах дополнительного выпуска недостоверной или вводящей в заблуждение и повлекшей за собой существенное нарушение прав и (или) законных интересов инвесторов или владельцев эмиссионных ценных бумаг эмитента информации.

Законодатель предоставил суду широкую дискрецию в оценке допущенных нарушений при дополнительной эмиссии ценных бумаг. В каждом случае суд анализирует последствия допущенных нарушений с точки зрения их устранимости, а также существенности. Перечень конкретных существенных нарушений еще не выработан.

Доводы миноритариев

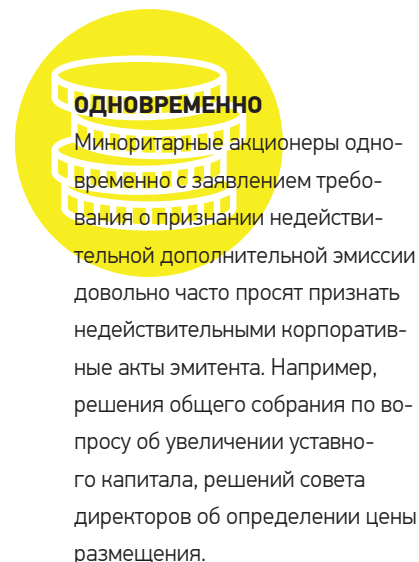
В 2001 году Президиум ВАС отнес выпуск дополнительных акций сверх количества объявленных акций, предусмотренного уставом или решением собрания акционеров,

к грубым нарушениям законодательства (информационное письмо от 23.04.2001 № 63).

При рассмотрении конкретных дел даже такие существенные нарушения законодательства не всегда суд рассматривает в качестве безусловного основания для признания недействительным выпуска ценных бумаг.

В деле № А27-13633/2012 миноритарные акционеры ссылались на несколько нарушений: (1) дополнительные акции размещены обществом сверх количества объявленных акций, установленного уставом; (2) решение о дополнительном выпуске акций принято нелегитимным органом. Суд первой инстанции поддержал позицию миноритариев.

Суд апелляционной инстанции указал, что такие нарушения являются устранимыми без изъятия дополнительного выпуска акций, поскольку истцы сохранили корпоративный контроль и реализовали свои права на акции (в том числе путем отчуждения третьим лицам), а общество приняло устав в новой редакции, в котором предусмотрено образование совета директоров с соответствующей компетенцией,



ОДНОВРЕМЕННО
Миноритарные акционеры одновременно с заявлением требования о признании недействительной дополнительной эмиссии довольно часто просят признать недействительными корпоративные акты эмитента. Например, решения общего собрания по вопросу об увеличении уставного капитала, решений совета директоров об определении цены размещения.

| Позиция | Возможное обоснование |
|---|--|
| Стоимость размещаемых ценных бумаг занижена | Занижение стоимости размещаемых бумаг приводит к недополучению обществом денежных средств и свидетельствует об экономической нецелесообразности дополнительной эмиссии, поскольку существовала объективная возможность разместить ценные бумаги по более высокой стоимости |
| Стоимость размещаемых ценных бумаг завышена | Установление цен размещения выше рыночной влечет для акционеров убытки в виде разницы между ценой размещения и рыночной ценой, поскольку в этом случае для сохранения процента владения акционеру, который реализовал право преимущественной покупки акций, потребуется заплатить по завышенной цене |

в том числе по принятию решений о дополнительном выпуске акций, а также об увеличении количества объявленных акций.

В большинстве случаев, когда миноритарии одновременно с эмиссией оспаривают корпоративные акты эмитента, они опираются на следующие доводы:

- цена размещения дополнительных акций является нерыночной;
- дополнительная эмиссия акций направлена на перераспределение корпоративного контроля и не имеет целью получения соответствующего экономического результата для общества и его акционеров;
- допущены процедурные нарушения при проведении дополнительной эмиссии (например, общее собрание акционеров или заседание совета директоров проведено с нарушениями).

Нерыночные цены размещения

Наиболее сильный аргумент истца-акционера по данной категории споров — довод о нерыночности цены размещения акций по закрытой подписке. Этот довод позволяет миноритарным акционерам с высокой степенью вероятности назначить судебную экспертизу по определению рыночной цены.

Миноритарные акционеры в обоснование своей позиции о нерыночности представляют отчет о рыночной стоимости.

Как правило, в случае наличия двух отчетов о рыночной стоимости акций в материалах дела суд назначает судебную экспертизу по определению рыночной стоимости акций (см., например, дела № А03-14037/2013, № А34-3999/2012, № А41-19439/11, № А27-8268/2012, № А50-20227/2010). Встречают-



Правовые последствия нерыночности

Сергей Коновалов

Дело № А50-20227/2010

Судебная экспертиза установила занижение цены размещения дополнительных акций более чем в 3,5 раза. Суд отказал миноритарии в удовлетворении иска, поскольку истец не доказал, каким образом нарушаются права миноритария.

Дело № А41-19439/11

Экспертиза установила, что цена размещения в 1,5 раза превышает рыночную стоимость акций. Суд отказал в удовлетворении требования: отсутствовали существенные нарушения

прав истца. Еще суд указал, что удовлетворение иска нарушило бы права третьих лиц.

Дело № А40-105271/12

Суд признал дополнительную эмиссию недействительной. Экспертиза установила, что пакет акций истцов сократился с 24,7 до 4,95 %, а цена размещения была более чем в 2000 раз занижена. Произошло перераспределение корпоративного контроля, и защита интересов акционеров имеет приоритет по сравнению с защитой прав лиц, которые приобрели акции в результате эмиссии.

ся судебные акты, в которых суд отказывает миноритариям в назначении экспертизы даже при представлении в материалы дела со стороны миноритарного акционера отчета о рыночной стоимости акций. В деле № А40-198749/2016 суд отказал назначить судебную экспертизу при наличии двух отчетов о рыночной стоимости акций в материалах дела, поскольку эмитент представил иные доказательства рыночности цены размещения (архив внебиржевых сделок с акциями эмитента; исторические котировки акций, калькуляция расчетной цены, цена добровольного предложения за предыдущие периоды).

Является ли установление иной рыночной стоимости акций (выше или ниже) по сравнению с ценой размещения акций безусловным основанием для удовлетворения иска об оспаривании дополнительной эмиссии?

Полагаем, что сама по себе нерыночность цены размещения не является автоматическим основанием для признания дополнительной эмиссии недействительной. Это показатель, что с дополнительной эмиссией не все в порядке, но миноритариям еще необходимо доказать существенность нарушения их прав.

Также весьма интересной в этом контексте представляется позиция Минэкономразвития, выраженная в письме от 19.05.2011 № Д06-2569. Толкуя ст. 77 Закона об АО, министерство указало, что в законодательстве в принципе не установлено обязательное требование о равенстве рыночной стоимости и цены размещения, определяемой советом директоров общества.

Преимущественное право

При размещении дополнительного выпуска акций по закрытой подписке законодательством предусмотрен специальный способ защиты интересов акционеров — институт преимущественного права приобретения акций, закрепленный в ст. 40 Закона об АО.

Единообразная судебная практика, а также Кодекс корпоративного управления (п. 350 письма Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463) исходят из того, что институт преимущественного права приобретения акций гарантирует миноритарным акционерам защиту от «размывания» их процента владения акциями при увеличении уставного капитала.

Реализация данного права позволяет акционеру сохранить процент владения акциями в состоянии до увеличения уставного капитала, а также тот объем прав, которые были ему предоставлены до размещения дополнительных акций (определение ВАС от 19.07.2012 № ВАС-6936/12 по делу № А51-12302/2011).

Очевидно, что в случае реализации преимущественного права формально акционер уже не может сослаться на довод, что в результате эмиссии корпоративный контроль между акционерами был перераспределен.

Это значительно ослабляет его правовую аргументацию. Таким образом, реализация акционером преимущественного права значительно снижает шансы оспаривания данным акционером дополнительной эмиссии. ■



ДОКАЗАТЬ НЕГАТИВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

Нерыночность цены размещения дополнительных акций сама по себе не влечет признания недействительной дополнительной эмиссии. Акционерам необходимо убедить суд, что допэмиссия, например, привела к перераспределению корпоративного контроля.