

Глава VIII

О ДИСКУССИЯХ ПО КЛЮЧЕВЫМ НАПРАВЛЕНИЯМ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА В РОССИИ

(287)

Святослав Абрамов, Ростислав Кокорев,
Сергей Цыганков¹

2011 год стал временем важных дискуссий о стратегических направлениях в развитии регулирования корпоративного управления в России. Этому способствовал ряд событий, произошедших за относительно короткий период. В августе 2010 года Министерство экономического развития России разместило на своем официальном сайте законопроект, предусматривающий дифференциацию регулирования публичных и непубличных компаний, основная цель которого заключалась в либерализации законодательства

¹Святослав Абрамов, заместитель начальника Отдела корпоративного законодательства; Ростислав Кокорев – кандидат экономических наук, заместитель директора Департамента; Сергей Цыганков – начальник Отдела корпоративного законодательства, Департамент инновационного развития и корпоративного управления Министерства экономического развития Российской Федерации.

об акционерных обществах¹. А в ноябре 2010 года совет по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства при Президенте Российской Федерации (далее – совет по кодификации) опубликовал проект изменений в Гражданский кодекс (далее – проект изменений в ГК РФ). В нем, в частности, был предложен фактически новый вариант главы 4 части 1 ГК РФ в части общих положений о юридических лицах, причем ряд норм ужесточался даже по сравнению с не слишком либеральной текущей моделью регулирования.

В дискуссиях по указанной проблематике, развернувшихся в 2011 году, наиболее активную роль играли совет по кодификации, Минэкономразвития, Министрство юстиции и Рабочая группа по созданию Международного финансового центра (далее – Рабочая группа МФЦ). Не остались в стороне судейское сообщество, юридические фирмы, представители академических кругов и крупные российские компании.

Большую часть обсуждаемых вопросов можно условно разделить на два крупных блока. Первый из них, преобладающий в проекте изменений в ГК РФ, касался усиления «правоохранительной» направленности положений о юридических лицах, включая положения об ответственности контролирующих лиц и директоров компаний, об уставном капитале, о регистрации, реорганизации и ликвидации юридических лиц. Второй блок – это предложения о либерализации регулирования системы управления в хозяйственных обществах, в том числе о перераспределении корпоративного контроля, о регулировании корпоративного договора, устава и внутренних документов акционерного общества, его органах управления и о критериях публичных АО. Пределы расширения свободы участников корпоративных отношений в определении правил корпоративного управления обществом и допустимый уровень либеральных реформ стали наиболее острыми и обсуждаемыми в профессиональной среде и средствах массовой информации вопросами.

(288)

¹ Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 3. Глава 7. Москва, 2010.

8.1. О принципе пропорциональности в акционерном законодательстве

В проекте изменений в ГК РФ, опубликованном 30 ноября 2011 года советом по кодификации, в общих положениях о хозяйственных обществах содержалась малозаметная среди большого количества других изменений новелла. Абзац второй пункта 1 статьи 66 ГК РФ в редакции законопроекта устанавливал, что «объем правомочий участников хозяйственного общества определяется пропорционально их долям в уставном капитале общества». Таким образом, проект провозглашал принцип пропорциональности в корпоративных отношениях в качестве обязательного. Данное правило было сформулировано как императивное, что, вероятно, предполагало дальнейшее приведение в соответствии с ним федеральных законов о хозяйственных обществах.

(289)

В действующих редакциях федеральных законов о хозяйственных обществах этот принцип не декларирован в столь общем виде. Напротив, они предусматривают ряд девиаций от принципа пропорциональности, прежде всего в рамках различия между обыкновенными и привилегированными акциями¹. Не работает этот принцип при одобрении сделок с заинтересованностью, допускается установление так называемых дополнительных прав участников обществ с ограниченной ответственностью. Однако правомерность установления в уставе хозяйственного общества других отклонений от принципа пропорциональности, возможность которых не предусмотрена в позитивном праве, в настоящее время сомнительна. Хотя законодательство о хозяйственных обществах является частью гражданского законодательства, в котором вроде бы действует принцип диспозитивности, но фактически в правоприменении, прежде всего в судебной практике, сложился обратный подход к корпоративным отношениям – «запрещено все, что прямо не предусмотре-

¹ В дальнейшем при анализе принципа пропорциональности авторы прежде всего будут обсуждать пропорциональность голосующих прав вклада в уставный капитал общества.

но законом». Разработчики Концепции проекта ГК РФ открыто выступили за «ужесточение регулирования корпоративных отношений, придание ему большей императивности»¹.

Предложенная советом по кодификации норма предусматривала жесткую (не отменяемую даже другими законами, а тем более уставом или договором) пропорциональность доле в уставном капитале не только для правомочий по голосованию, но и для любых других правомочий участника общества – права на дивиденды, права на информацию и т.д. Это означало бы пересмотр многих существующих законоположений, предусматривающих иные принципы осуществления права участника хозяйственного общества. Например, некоторые права акционеров связываются с наличием пакета акций определенного размера (1, 2, 10% от уставного капитала); тем более под сомнением оказывалась возможность непропорционально перераспределить те или иные правомочия акционеров на основании акционерного соглашения. При этом данному предложению не предшествовали дискуссии в российской научной литературе и профессиональном сообществе.

(290)

Однако после опубликования проекта изменений в ГК РФ, а также в связи с появлением законопроекта Минэкономразвития «О внесении изменений в различные законодательные акты, направленные на дифференциацию регулирования публичных и непубличных акционерных обществ» (далее – законопроект Минэкономразвития России), предусматривающего диаметрально противоположный подход для непубличных акционерных обществ, в течение

¹ См. http://www.privlaw.ru/index.php?section_id=83. В частности, во введении к Концепции отмечено: «Однако это не означает, что Концепция ориентирована только на усиление частноправовой составляющей. В общих интересах всех участников гражданского оборота, в интересах общества в целом влияние государства и как законодателя, и как судебной власти на содержание и состояние гражданского правового порядка в стране должно быть значительно усилено. По целому ряду вопросов предлагается ужесточение регулирования, придание ему большей императивности. Особенно это проявляется в вещном и корпоративном праве».

2011 года развернулась оживленная дискуссия на различных площадках. Так, два обсуждения законопроекта Минэкономразвития России состоялись в рамках Рабочей группы по экспертизе и совершенствованию корпоративного законодательства Национального совета по корпоративному управлению. По их итогам были приняты предложения по уточнению положений законопроекта при поддержке его главной цели – либерализации акционерного закона, включая расширение прав акционеров регулировать порядок управления обществом различными способами. Законопроект под таким углом зрения также обсуждался на правительственных совещаниях, посвященных созданию в России Международного финансового центра (далее – МФЦ), на заседаниях подгруппы по корпоративному законодательству Рабочей группы МФЦ и на других площадках.

(291)

Сторонники принципа пропорциональности в корпоративных отношениях активно ссылаются на международный опыт, на признание этого принципа в большинстве правовых систем. Однако так ли это на самом деле? Как ни странно, это мнение не подтверждается анализом зарубежного законодательства и практики корпоративного управления.

8.1.1. Возникновение и критика принципа пропорциональности за рубежом

Средства непропорционального распределения корпоративного контроля принято условно разделять на:

- механизмы перераспределения корпоративного контроля (в частности, акции с разным объемом прав – многоголосые, безголосые, разнономинальные);
- механизмы, блокирующие контроль (ограничения на количество акций/голосов, принадлежащих одному акционеру, приоритетные («золотые») акции, квалифицированное большинство и др.);
- комплементарные механизмы (сложные холдинговые структуры, депозитарные расписки, акционерные соглашения), которые могут быть использованы с различным назначением.

История возникновения правила «одна акция – один голос» связана с постепенным развитием рынка капитала. До XX века пропорциональность объема прав участника корпорации размеру его доли в капитале вовсе не была характерна ни для европейских, ни для американских компаний. Исторически правоотношения между акционерами и компаниями в континентальной Европе основывались на торговом (гражданском) праве, базирующемся на принципе свободы договора. Право голоса появилось у акционеров не сразу (например, акционеры Голландской Ост-Индийской компании, учрежденной в 1602 году, получили его только в 1623 году) и регламентировалось уставом каждой конкретной компании. По утверждению историков корпоративного права, к началу новейшей истории правило «одна акция – один голос» «едва ли являлось нормой»¹.

(292)

В системе общего права данное правило появилось в качестве презумпции (но не обязательного правила) в связи с ростом числа мелких акционеров в XIX веке и позднее стало распространяться в уставах компаний, учрежденных в континентальной Европе. Однако вплоть до второй четверти XX века более распространенным являлось правило «один акционер – один голос». Также со второй половины XIX века в уставах корпораций можно было встретить многоступенчатые шкалы определения права голоса (например, 100 акций предоставляет 1 голос, от 100 до 1000 – 2 голоса, от 1000 и выше – 3 голоса) и ограничение максимального количества голосов по акциям, принадлежащим одному акционеру². Более того, до начала XX века

¹ Например: Randall K. Morck. A history of corporate governance around the world: family business group to professional managers, University of Chicago press, 2005, p. 662, 663 (авторы главы «Why has there been so little block holding in America?» Marco Becht и J. Bradford DeLong).

² Eric Hilt. When Did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century, 68 JOURNAL OF ECONOMIC HISTORY, 645, 660 (2008); Aldo Musacchio, Law Versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950, 82 BUSINESS HISTORY REVIEW, 445, 449 (2008); Aldo Musacchio. Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882–1950 (2009); Colleen A. Dunlavy,

в континентальной Европе и США правило «одна акция – один голос» считалось несправедливым и нарушающим интересы акционеров¹. Впоследствии развитие рынка капитала привело к постепенному переходу американских публичных компаний к принципу «одна акция – один голос».

Во Франции юридическая возможность включения в устав компании правила «одна акция – один голос» появилась и вовсе достаточно поздно. При этом до начала XX века в Коммерческом кодексе сохранялось ограничение, согласно которому один акционер был не вправе иметь более 10 голосов. В уставе Прусско-Рейнской железной дороги, утвержденном в 1837 году, было установлено правило «один акционер – один голос», однако уже в 1858 году отмечена практика многоступенчатых шкал среди железнодорожных компаний Пруссии. Законное право (но не обязанность) включать в уставы компаний правило «одна акция – один голос» появилось в Германии в 1884 году. Вместе с тем существует мнение, что данная норма указывала только на то, что любая акция наделяет акционера правом голоса – это было связано с борьбой против существования в обществах акционеров, не обладавших правом голоса. В практике корпоративного управления германских компаний данное правило стало использоваться существенно позднее – с начала XX века.

(293)

Попытка установить правило «одна акция – один голос» в качестве единого стандарта в квазирегулировании встречается впервые в 1925 году в правилах листинга Нью-йоркской фондовой биржи – в качестве рекомендации компаниям, чьи акции торговались на этой бирже. По мнению исследователей, данная тенденция была в большей степени связана с требованием

Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights, 63 WASHINGTON & LEE LEGAL REVIEW, 1347, 1354 (2006).

¹ Например: Mark J. Roe. Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance (1994); Colleen A. Dunlavy. From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation, in constructing corporate America: history, politics, culture. 66, 72–86.

к стандартизации биржевого товара и возникновением класса профессиональных инвесторов, для которых такое правило облегчало получение контроля в поглощаемой компании. В результате внутренней конкуренции между биржами эта рекомендация была отменена в 80-е годы XX века. Известны еще несколько попыток ввести принцип пропорциональности для листингуемых компаний Комиссией по ценным бумагам и биржам США, последней из которых стало введение этого принципа в акте 19с-4 SEC от 1988 года, отмененном Апелляционным судом округа Колумбия в 1990 году.

В послевоенной истории единая тенденция в изменении законодательства в континентальной Европе отсутствовала. В скандинавских странах, Франции и Нидерландах сохраняется возможность выпуска многоголосых акций, хотя Швеция ограничила право включать в уставы положения о выпуске многоголосых акций числом голосов не более 10, приходящихся на одну такую акцию. В Финляндии и Италии права публичных обществ включать инструменты перераспределения корпоративного контроля были расширены. В то же время отдельные государства, например Германия, ограничили некоторые виды девиаций от принципа пропорциональности для публичных компаний в конце XX века. Например, в 1994 году в параграф 134 Закона об Акционерных обществах ФРГ были внесены изменения, запрещающие публичным компаниям ограничивать права акционера путем установления максимальной стоимости принадлежащих акций или многоступенчатой шкалы. При этом в Германии могут выпускаться акции с различным номиналом¹, что с точки зрения достижимого эффекта аналогично многоголосым акциям.

Жесткое следование принципу пропорциональности, согласно отчету ОЭСР, наблюдается в странах с переходной экономикой, которые стремятся улучшить имидж корпоративного управления в своих компаниях в глазах иностранных инвестиционных фондов.

¹ Например, в одном выпуске номинальная стоимость акции – 1 евро, а в другом – 10 евро, в то время как каждая из акций согласно императивной норме Закона об АО предоставляет один голос, параграфы 23 (3) и 134 (1) Закона об АО.

В настоящее время листинговые требования крупных бирж в континентальной Европе (Deutsche Boerse) и США (NYSE) допускают обращение акций компаний, имеющих несколько классов акций с разными правами голоса (!). Однако они устанавливают ограничение, запрещая эмитентам впоследствии выпускать акции с большим объемом прав для размывания доли существующих акционеров.

В практике корпоративного управления европейских публичных компаний сохраняется большое количество отклонений от принципа пропорциональности. Так, согласно проведенному Ассоциацией британских страховщиков (ABI) исследованию¹ правил голосования в 300 крупнейших европейских компаниях, в трети из них отмечены отклонения от правила «одна акция – один голос».

(295)

В 2003 году Европейская комиссия предприняла попытку установить соответствующее правило для листингуемых компаний стран Европейского союза. По ее заказу было проведено исследование национальных законодательств государств-членов на предмет допустимости отступления от принципа пропорциональности, в частности правила «одна акция – один голос». В ходе исследования ставилась задача выявить, какие инструменты перераспределения корпоративного контроля используются, оценить их экономическую значимость, а также то, насколько велико их влияние на финансовый рынок ЕС и какую роль они играют при принятии решения институциональным инвестором. Исследование охватило 19 юрисдикций, в том числе 3 за пределами ЕС (Австралия, Япония и США), а также 464 листингуемые европейские компании. Были исследованы такие инструменты перераспределения корпоративного контроля, как многоголосые акции, неголосующие привилегированные акции, акционерные соглашения, «пирамидальные» структуры, перекрестное владение и др.

В декабре 2007 года Европейская комиссия опубликовала доклад об оценке воздействия отступления

¹ Association of British Insurers. Deminor rating, application of the one share-one vote principle in Europe. March 2005, <http://www.abi.org.uk/content/contentfilemanager.aspx?contentid=24859>.

от принципа пропорциональности, в котором приводились аргументы «за» и «против» возможного принятия мер, направленных на установление принципа пропорциональности в качестве обязательного. Всесторонне оценив плюсы и минусы отступления от принципа пропорциональности, авторы доклада пришли к выводу о том, что сложившаяся ситуация (допустимость использования механизмов перераспределения корпоративного контроля) не требует какого-либо вмешательства и урегулирования. Были сделаны выводы об отсутствии причинно-следственной связи между отступлением от принципа пропорциональности и улучшением экономических показателей компании даже с учетом того, что инвесторы не всегда положительно относятся к использованию в компании инструментов перераспределения корпоративного контроля и считают, что большая прозрачность компании предпочтительнее при принятии инвестиционных решений.

(296)

Особо следует отметить, что проводимые исследования и возможность установления принципа пропорциональности в качестве обязательного рассматривались лишь в отношении листингуемых компаний. В отношении непубличных компаний такой вопрос даже не поднимался.

Вслед за Европейской комиссией вопрос о допустимости отступления от принципа пропорциональности и использования механизмов перераспределения корпоративного контроля стал предметом изучения ОЭСР. В ноябре 2007 года Рабочей группой ОЭСР по корпоративному управлению был подготовлен соответствующий доклад. Эксперты ОЭСР пришли к такому же выводу, что и Европейская комиссия, – о нецелесообразности установления принципа пропорциональности в качестве обязательного для листингуемых компаний.

В докладе Рабочей группы ОЭСР отмечалось, что обширное количество механизмов, позволяющих отклоняться от принципа пропорциональности, законодательно разрешено большинством государств-членов ОЭСР. Так, в большинстве стран англо-американской и романской правовых систем допускается, в том

числе прямо предусматривается законом, существование многоголосых акций. В странах германской правовой системы многоголосые акции прямо запрещены, но для компаний (в том числе листингуемых) доступна такая альтернатива, как акции с различной номинальной стоимостью, что арифметически эквивалентно многоголосию. В Японии многоголосые акции запрещены, но существует положение, позволяющее компаниям устанавливать в уставе систему «акционерных единиц», определяя, какое количество акций образует одну акционерную единицу, предоставляющую право голоса.

По итогам проведенного исследования ОЭСР отказалась от принятия рекомендаций по принципу пропорциональности, отметив, что отклонения от него не нарушают утвержденных Принципов корпоративного управления ОЭСР, если публичная компания надлежащим образом раскрыла сведения об этом. В отчете сделано три вывода относительно принципа пропорциональности:

- отклонение от принципа пропорциональности может приводить к росту эффективности использования капитала;
- стоимость регулирования принципа пропорциональности является значительной и может повлечь в том числе массовый делистинг компаний;
- улучшение корпоративного управления (раскрытие информации, четкие и прозрачные процедуры принятия решения) является лучшей альтернативой, нежели установление принципа пропорциональности.

8.1.2. Аргументы «за» и «против» принципа пропорциональности

Оппортунизм крупных акционеров и нарушение прав мелких акционеров

В качестве одного из главных возражений против непропорционального распределения прав участников в уставах обществ выдвигается аргумент

(297)

об оппортунизме контролирующего акционера¹, который, используя дополнительные права голоса, сможет размывать доли мелких акционеров.

Однако и при соблюдении принципа пропорциональности контролирующий акционер, злоупотребляющий своей властью, может осуществлять вывод активов путем совершения сделок общества с аффилированными лицами, избирать себя в органы управления, назначать высокое вознаграждение и иными способами извлекать большую выгоду от участия в АО, нежели миноритарный акционер. Проблемы злоупотребления договорной свободой со стороны крупного акционера выводят к более широкому кругу вопросов о пределах свободы договора и способах защиты лиц со слабыми переговорными возможностями. Не останавливаясь на них подробно, отметим два ключевых момента: с одной стороны, свобода договора является для рыночной экономики фундаментальным принципом наравне с частной собственностью; с другой стороны, в истории гражданского права континентальной Европы постепенно стали появляться и расширяться изъятия из данного принципа, в том числе в целях защиты более слабых участников оборота и решения иных экономических проблем, вызываемых

(298)

¹La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. 1999, Corporate Ownership around the World, JOURNAL OF FINANCE, 54 (2), 471–517; La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, 1998, «Corporate Ownership around the World», Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840.

свободой договора (неполнота контракта¹, экстерналии для третьих лиц, асимметрия информации²).

В корпоративном управлении проблема миноритарных акционеров решается в большинстве юрисдикций путем создания специальных средств защиты их интересов – подачи исков против директоров или контролирующих акционеров, причинивших убытки компании, применения доктрины «снятия корпоративной вуали» и др. При этом развитые юрисдикции, как это следует из обзоров ЕС и ОЭСР, не идут по пути запрета на право участников корпораций непропорционально распределять корпоративный контроль, ограничивая лишь небольшой набор практик. Более того, возможность непропорционального

(299)

¹ Предоставление прав участникам корпораций самостоятельно формировать «правила игры», не предусмотренные действующим законодательством, значительно усиливает проблему «неполноты контракта» в корпоративном праве (см. L. Zingales, *Corporate Governance in P. Newman «New Palgrave Dictionary of Economics and the Law»*, London, Macmillan Reference, 1998, p. 497–503, также доступно на www.ssrn.com). L. Zingales в указанной работе определяет неполноту контракта как невозможность урегулирования *ex ante* всей полноты отношений между сторонами контракта для исключения переговорных издержек *ex post* по распределению квазиренды, обуславливает существование транзакционных издержек, связанных с заключением контракта и его последующим исполнением. При этом положения закона являются частью этого контракта (*default rules*), которые стороны самостоятельно вправе дополнять или изменять. Неполнота контракта является обратной стороной свободы договора. В отсутствие свободы договора любые условия, постулированные в контрактах, но не предусмотренные законом, будут считаться недействительными или не написанными. Процесс развития права в этом случае может идти по пути включения в закон регулирования новых отношений либо путем расширения толкования закона, что будет отчасти сдерживать развитие новых форм экономических отношений. Если принимать за аксиому незыблемость принципа свободы договора, то попытки частичного решения проблемы неполноты контракта лежат в сфере расширения количества «*default rules*» в законе, прецедентах, деловых обычаях и других источниках права, а также в частных кодификациях, кодексах корпоративного поведения.

² См., например: *Handbook of Law and Economics*, edited by A. Mitchell Polinsky and Steven Shavell, Amsterdam: North-Holland, 2007 (Глава «*Contact Law*», подготовленная Benjamin E. Hermalin, Avery W. Katz и Richard Craswell).

распределения корпоративного контроля нередко используется для защиты прав миноритарных акционеров – например, путем установления повышенного квалифицированного большинства при принятии решений по определенным вопросам, что снижает размер блокирующего пакета¹.

Итак, само по себе наличие специальных прав участника корпорации, вытекающих из устава, неминуемо не ведет к злоупотреблениям, равно как и большое количество голосов по крупному пакету акций в корпорации, в которой действует правило «одна акция – один голос». При этом для защиты прав миноритарных акционеров корпоративное право предоставляет набор специальных средств, не ограничивая возможности участников корпораций договариваться об удобном им порядке осуществления их прав и участия в корпоративном управлении.

(300)

***Участие акционеров в голосовании
и управлении обществом и принципы
«акционерной демократии»***

Сторонники теории акционерной демократии исходят из предположения об однородности интересов акционеров в максимизации прибыли корпорации и на этом основании признают абсолютной ценностью принадлежность права голоса акционеру. Последовательно отстаивая эту точку зрения, они предлагают различные системы голосования², в наибольшей степени учитывающие предпочтения отдельного акционера. Пропорциональное голосование, по их мнению, предполагает максимальный учет предпочтений акционеров.

Однако предположение об однородности интересов акционеров является слабым местом данной теории, даже в отношении публичных корпораций. Интересы акционеров могут быть монетарными

¹ Aldo Musacchio. Law Versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950, 82 BUSINESS HISTORY REVIEW, 445, 449 (2008).

² Easterbrook Frank H. and Daniel R. Fischel, 1983, «Voting in Corporate Law», JOURNAL OF LAW & ECONOMICS, 26, цитата по Grant Hayden и Matthew Bodi «The false promise of one share, one vote».

и немонетарными, долгосрочными и среднесрочными и т.п. Однородность интересов акционеров возможна при наличии следующих условий: акции компании распылены и свободно обращаются, отсутствуют группы контролирующих акционеров, решения принимаются простым большинством голосов. В этом случае правило «одна акция – один голос» действительно является оптимальным для большинства участников корпорации и может быть результатом согласия акционеров. Но в иных ситуациях оптимальными могут оказаться и иные модели, например, единогласие для закрытой корпорации с небольшим количеством участников-партнеров, совместно осуществляющих управление. Выбор системы голосования зависит от конкретных целей учредителей компании, структуры акционерного капитала, количества обсуждаемых альтернатив и т.п.¹

(301)

Другим возражением на критику со стороны поборников акционерной демократии является тезис о пассивности миноритарных акционеров, которые уклоняются от участия в корпоративном управлении. Данное возражение также подрывает аргумент об однородности интересов акционеров в максимизации прибыли. Некоторые консервативные инвесторы пассивны в осуществлении своих прав голоса, а в случае отсутствия дивидендов они «голосуют ногами». Разделение прав голоса и финансовых прав акционера в таком случае, скорее, позволяет сохранить status quo для контролирующего и миноритарных акционеров, чьи интересы в краткосрочном периоде могут противопоставляться.

Если решения о непропорциональном распределении прав принимаются акционерами «на берегу», при создании общества, либо вводятся в существующем обществе по единогласному решению всех акционеров, то о нарушении принципов демократии говорить не приходится.

¹ О проблемах непротиворечивого социального выбора и справедливого агрегирования предпочтения избирателей см., например: Kenneth J. Arrow. *Social choice and Individual Values*, 2d ed., 1970.

Отклонение от принципа пропорциональности и проблема «окапывания» менеджмента и контролирующего акционера

Согласно теории корпоративного управления контролирующий акционер и наемный менеджмент, контролируются рыночными силами, а именно: существованием рисков поглощения компании и смены менеджмента. Отклонения от принципа пропорциональности приводят к так называемому окапыванию контролирующего акционера и менеджмента, которые становятся менее восприимчивыми к дисциплинирующим их сигналам рынка.

Противники императивного принципа пропорциональности отмечают, что угроза переизбрания менеджеров создает негативные стимулы к принятию предпринимательского риска и ограничивает горизонт принятия решений. В отношении проблемы «окапывания» контролирующих акционеров указывается, что риск поглощения компании негативно влияет на ее решения в отношении выхода на публичный рынок. Исследования подтверждают данный тезис. Для того чтобы сохранить контроль или обеспечить стабильность управления, большинство компаний перед IPO одобряют различные защитные тактики (так называемые отравленные пилюли, запрет на переизбрание совета директоров, выпуск многоголосых или безголосых акций, запрет на отчуждение акций в первые несколько лет после IPO и т.п.).

«Второй контур» корпоративного управления и интересы стейкхолдеров корпорации

Распространенным среди представителей портфельных инвесторов и регуляторов финансового рынка является мнение о том, что использование средств непропорционального распределения корпоративного контроля создает «второй контур» корпоративного управления, плохо «читаемый» рынком. Модель корпоративного управления, не основанная на принципе пропорциональности, требует дополнительных издержек для оценки стоимости акции для инвесторов, определения структуры акционерного капитала – для регулятора, установления полномочий

(302)

органов – для контрагентов общества. Таким образом, отклонения от принципа пропорциональности ведут к усилению негативного влияния асимметрии информации.

Оппоненты этой позиции указывают на то, что использование средств перераспределения корпоративного контроля не всегда приводит к снижению информированности инвесторов и регулятора в отношении структуры капитала и усложнению оценки акций. Отдельные механизмы перераспределения корпоративного контроля, например многоголосые акции, подлежат размещению на тех же условиях, что и обыкновенные, т.е. сведения об объеме предоставляемых ими прав публикуются и могут быть приняты рынком во внимание без дополнительных затруднений. В упомянутом отчете ОЭСР прямо отмечено, что многоголосые акции, в отличие от акционерных соглашений, не увеличивают асимметрию информации. В отношении других средств перераспределения корпоративного контроля действуют общие правила о раскрытии информации на рынке ценных бумаг, включая предоставление данных о лицах, распоряжающихся голосами по определенному в законе пакету акций.

(303)

Следует признать, что не предусмотренные законом отклонения от принципа пропорциональности порождают экстерналии для третьих лиц. Однако права иных стейкхолдеров находятся вне рамок корпоративного законодательства и защищаются другими правовыми средствами – законодательством о банкротстве, о рынке ценных бумаг, о налогах и сборах. Интересы контрагентов и фискальных властей защищаются правилами о представительстве юридического лица в обороте через его органы. В частности, за последнее десятилетие в большинстве корпоративных правопорядков исключена или существенно ограничена возможность аннулирования последствий сделки в случае выхода директора за рамки полномочий, предоставленных ему уставом общества.

Отдельные исследователи¹ также проанализировали влияние непропорционального распределения контроля на интересы работников компании и пришли к выводу, что оно может отражаться позитивно, поскольку консервирует распределение корпоративного контроля и препятствует поглощению.

Непропорциональное распределение прав акционеров и фондовый рынок

В исследованиях, посвященных влиянию девиаций от принципа пропорциональности на стоимость компании, не доказана прямая корреляция между включением в уставы компаний механизмов перераспределения контроля и ценой акций².

(304)

Как биржевой товар акция должна обладать стандартизированными свойствами. С этой точки зрения любая из акций эмитента должна предоставлять одинаковый объем прав. Исторически портфельные инвесторы, а также регуляторы фондового рынка стремились к унификации правил о правах, предоставляемых акциями. В результате этой борьбы были выработаны правила, с одной стороны, сохраняющие положение контролирующих акционеров в компании,

¹ Knoeber, Charles R., 1986, Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 76 (1), 155–167; Ippolito Filippo, 2006, Takeover Defenses, Firm-Specific Skills and Managerial Entrenchment. University of Oxford; Shleifer Andrei and Lawrence H. Summers, 1988. Breach of Trust in Hostile Takeovers.

² Core John E., Wayne R. Guay and Tjomme O. Rusticus, 2006, Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors Expectations, JOURNAL OF FINANCE, 61, 655–687; Gompers Paul A., Joy Ishii, and Andrew Metrick, 2006. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, Harvard Business School, Stanford Graduate School of Business and University of Pennsylvania, The Wharton School; Smart, Scott B., Ramabhadran S. Thirumalai, and Chad J. Zutter, 2006; What's in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values, Indiana University, Indian School of Business and University of Pittsburg. Иную позицию можно найти у Cronqvist Henrik and Mattias Nilsson, 2003, Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, JOURNAL OF FINANCIAL & QUANTITATIVE ANALYSIS, 38, 695–719; Giannetti, Mariassunta and Andrei Simonov, 2006, Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors. Portfolio Choices, JOURNAL OF FINANCE, 61, 1507–1547.

а с другой стороны, ограничивающие их оппортунизм. Эмитенты, ценные бумаги которых допущены к листингу, утратили возможность выпускать акции с большим объемом прав, чем выпустили ранее под угрозой исключения из листинга.

Опросы портфельных инвесторов, проведенные различными организациями, в частности Еврокомиссией и Ассоциацией британских страховщиков, показывают, что инвесторы скорее будут вкладывать средства в компанию, где право голоса и право на дивиденды распределены пропорционально. История второй половины XX века свидетельствует о борьбе организаций, объединяющих акционеров-активистов, за соблюдение данного принципа.

(305)

В то же время исследователи приходят к выводу, что принцип «одна акция – один голос» дестимулирует вывод компаний на фондовый рынок и распыление акций¹. Это обусловлено, во-первых, необходимостью концентрации большого пакета обыкновенных акций для сохранения стратегического контроля (при отсутствии пропорциональности между долей участия и правом голоса возможно уменьшение объема участия при сохранении привилегий при голосовании по стратегическим вопросам), и, во-вторых, негативными ожиданиями относительно утраты контроля при уменьшении пакета акций. Исторически это подтверждено развитием фондового рынка, поскольку многие из крупных корпораций (например, Ford) создавались как семейные фирмы и при выходе на рынок включали в свои уставы механизмы, направленные на сохранение контроля. Например, согласно исследованиям ученых Гарвардского университета², при выходе на IPO на NYSE около 60% компаний включают

¹ Burkart M. and S. Lee, «The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective», ECGI, Finance Working Paper No. 176/2007; Becht Marco, Patrick Bolton and Ailsa Röell, «Corporate Governance and Control» in Constantinides George, Milton Harris and Rene Stulz (eds.), Handbook of the Economics of Finance, North-Holland, Amsterdam, 2003.

² Bebchuk Lucian A. and Luigi Zingales, Ownership Structures and the Decision to Go Public; Morck, Randall K. (ed.), Concentrated Corporate Ownership, University of Chicago Press, Chicago and London, 2000.

в уставы положения о «классовых» советах директоров (staggered boards of directors), которые при избрании делятся на «классы».

В конфликте между портфельными инвесторами и крупными собственниками общество и акционеры могут получить больше выгод от сохранения долгосрочной стабильности в управлении и снижения расходов на контроль менеджмента¹.

8.1.3. Ход дискуссий и достигнутые договоренности

В рамках дискуссии по законопроекту Минэкономразвития России обсуждались два подхода к расширению возможностей участников акционерных обществ по формированию правил корпоративного управления. Согласно первому подходу предлагалось установить презумпцию диспозитивности норм акционерного закона, если в них прямо не установлено, что норма императивная либо если из природы правоотношения, на регулирование которого она направлена, следует, что такая норма может быть только императивной. Этот подход предлагалось распространить, в частности, и на возможность отклонения от принципа пропорциональности. Такой подход вызвал критику со стороны правоприменителей, в том числе судей. Если судам придется самостоятельно делать выводы о природе правоотношения и решать, допускает ли она диспозитивность регулирования или же требует императивности, то правовая неопределенность только возрастет.

В рамках второго подхода предлагалось в ряде норм, которые в настоящее время считаются императивными, прямо предусмотреть возможность установления «иного» уставом общества, что обеспечило бы возможность существования и применения

(306)

¹ Bebchuk Lucian A., «Why firms adopt antitakeover arrangements», 152 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW, 713–753 (2003); Bebchuk Lucian A. and Oliver Hart, 2001, Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control, CEPR Discussion Paper, No. 3073, ECGI – Finance Working Paper No. 4; Harris, Ellie G., 1990, Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Shareholder Wealth. RAND JOURNAL OF ECONOMICS, 21 (4), 614–625.

специфических положений устава наряду с default rules и облегчило бы судам и другим правоприменителям формирование правовой позиции.

В процессе доработки проекта изменений в ГК РФ в отношении принципа пропорциональности был достигнут компромисс, основанный преимущественно на втором подходе. В Гражданском кодексе предполагается установить в качестве общей нормы, что объем правомочий участников хозяйственного общества определяется пропорционально их долям в уставном капитале общества. Однако иное может быть предусмотрено, во-первых, в уставе общества, и, во-вторых, в корпоративном договоре при условии внесения сведений о наличии такого договора в единый государственный реестр юридических лиц. Вместе с тем представляется, что на уровне акционерного закона будет целесообразно указать основные инструменты перераспределения корпоративного контроля, порядок их включения в устав, а также ограничить использование некоторых из них для публичных акционерных обществ.

(307)

8.2. Подходы к регулированию отношений контроля/подконтрольности

Отношения корпоративного контроля/подконтрольности имеют в своей основе более или менее понятные факты. Некто имеет возможность непосредственно или через сложно выстроенную цепочку формальных или неформальных взаимоотношений влиять на поведение другого лица, но при этом регуляции, связанные с ними, могут быть совершенно разными и использоваться для различных целей. Регулирование указанных отношений, включая смежный институт аффилированности, применительно к хозяйственным обществам традиционно упоминается в числе ключевых проблем корпоративного управления в России, требующих решения. Это обусловлено причинами как экономического (крайне концентрированная структура акционерного капитала), так и политического свойства (нежелание государства утратить контроль

в стратегических отраслях), а также определенными «культурными» особенностями российского бизнеса (пренебрежительное отношение к интересам некрупных корпоративных собственников и кредиторов).

Именно последняя группа причин регулярно становилась решающим аргументом в пользу ужесточения норм законодательства, ограничивающих возможности крупных собственников или накладывающих на них дополнительные обязанности и обременения. Из принятых за последние годы норм можно назвать:

- определение контроля и существенного влияния в статьях 3 и 5 Федерального закона № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» (преимущественно в политических целях);

- поправки в статью 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», внесенные в 2010 году Федеральным законом № 264-ФЗ, которые ввели весьма широкое определение контролирующих и подконтрольных лиц в целях обеспечения прозрачности фондового рынка и защиты прав инвесторов;

- поправки в законодательство о банкротстве, внесенные в 2009 году Федеральным законом № 79-ФЗ в части определения контролирующих лиц должника в целях защиты кредиторов с тем, чтобы искоренить практику вывода активов компании «теневыми директорами» в преддверии банкротства.

Последний упомянутый пример специального регулирования отношений контроля/подконтрольности, похоже, стал единственным примером положительной оценки со стороны практически всех добросовестных участников оборота и профессионального сообщества. Остроту существовавшей проблемы удалось существенно снизить и во многом благодаря этим поправкам рейтинг России в списке «Doing Business» Всемирного банка в 2009–2010 годах поднялся на несколько позиций. Вместе с тем Закон № 57-ФЗ был воспринят предпринимательским сообществом

(308)

достаточно критически. Закон № 264-ФЗ также вызвал у эмитентов «смешанные чувства»: они были готовы к многократному увеличению объема раскрываемой информации¹, однако недоумевали по поводу предписанных им обязанностей осуществлять постоянный мониторинг структуры владения своих подконтрольных лиц и в отличие от инициаторов поправок не ожидали на этом основании существенного улучшения инвестиционного климата. Похожую оценку дала и часть портфельных инвесторов.

Наряду с уже принятыми законами в последнее время были разработаны и активно обсуждаются несколько законопроектов сходной направленности. Это прежде всего проект изменений в ГК РФ, подготовленный советом по кодификации, в котором в Гражданский кодекс впервые вводится понятие контроля за юридическим лицом, детализируются положения об ответственности контролирующих лиц и предлагается установить требование о раскрытии бенефициаров оффшорных компаний. Это законопроекты, направленные на фактический запрет «перекрестного владения» путем ограничения любых корпоративных прав по квазиказначейским акциям. Можно упомянуть также инициативы ФСФР России по расширению круга лиц, обязанных направлять предложение о приобретении голосующих акций общества (изменения в главу XI.1 Закона об АО) и инициативы ФАС России об увязывании вступления в силу акционерных соглашений с их публикацией. Последнее предложение антимонопольного ведомства было отвергнуто при принятии так называемого третьего антимонопольного пакета и вновь включено в «четвертый пакет». Наконец, аргумент о масштабных злоупотреблениях контролирующих акционеров, порождаемых противоречивым регулированием отношений аффилированности и контроля – подконтрольности, лежит в основе недавних поручений Президента и Правительства Российской Федерации о тотальном раскрытии цепочек

(309)

¹Часть из них и до того раскрывала подобные объемы в соответствии с листинговыми требованиями иностранных регуляторов финансовых рынков, прежде всего британского и американского.

бенефициаров энергетических компаний и недопущении заключения договоров госкомпаниями с подконтрольными им структурами.

Все упомянутые инициативы «правоохранительного» характера, вероятно, могут быть полезны для регуляторов с точки зрения обеспечения прозрачности структуры корпоративного управления и финансовых потоков. Возможно, они несколько повышают степень защищенности прав миноритарных акционеров и кредиторов. Однако общеэкономический эффект от такого рода новаций неочевиден. Зависимость между уровнем защиты прав миноритарных акционеров и объемами фондового рынка, как отмечалось выше, не является строго линейной. В то же время практический эффект избыточной императивности в корпоративном праве скорее негативен: по единогласному мнению предпринимателей, финансовых и юридических консультантов и представителей органов власти, количество сделок, подчиненных более гибкому иностранному корпоративному праву, на протяжении последних лет выросло в разы. При этом указанная тенденция касается не только сделок с зарубежными контрагентами, но и контрактов, заключаемых российскими резидентами в отношении активов, находящихся на российской же территории.

(310)

Среди условий, которые оказывают определяющее воздействие на поведение экономических агентов в российских условиях, надо учитывать следующие: молодость институтов и отсутствие сформировавшегося класса собственников; слабая защита прав собственности и контрактных прав, высокие издержки на инфорсмент; зависимость от предыдущего развития (основные параметры структуры корпоративной собственности были заданы итогами масштабной приватизации середины 1990-х годов); избыточный патернализм в праве, усиливающий разрыв между стимулированием деловой активности и обеспечением социальной справедливости. В таких условиях экономические агенты часто прячут контроль: уводят бизнес в иностранные и оффшорные правовые порядки, используют механизмы перекрестного и закольцованного

владения. За этим стоит не столько «жуликоватость» российского предпринимателя, о которой часто говорят сторонники дальнейшего ужесточения регулирования, сколько обыкновенная реакция разумного человека, который ведет дела там, где их удобнее и выгоднее вести. И если инициативы по ужесточению регламентации оформления корпоративных отношений рассматривать под таким углом зрения, то можно прийти к неожиданным выводам.

8.2.1. Случай первый: обязательное предложение о выкупе акций

Продemonстрируем, как российская правовая система постепенно становится заложницей подходов, изначально рассчитанных на иные экономические условия. Институт обязательного предложения, справедливый в системе с развитым фондовым рынком и распыленной собственностью, при перенесении его на российскую почву для крупных акционеров превратился в обременительную повинность. В условиях, когда среднее значение контрольного пакета доходит до значения в 65–70%¹, покупатели не торопятся пересекать порог всего лишь в 30%², что демонстрирует их рациональное экономическое поведение. А для того чтобы обеспечить передачу акций между корпоративными образованиями с участием государства без «лишних» для последнего затрат, в перечень изъятий из статьи 84.2 Закона об АО уже дважды вносились поправки³. Частные приобретатели стали активнее использовать инструменты косвенного контроля для обхода норм

(311)

¹ Для сравнения, в Великобритании, откуда и рецепировано в европейские, а позднее и в российский правопорядок, правило mandatory bid rule, большинство сделок по передаче контроля заключаются еще до пересечения 30%-ного порога.

² Ограничения на оперативное принятие корпоративных решений, расходы на направление оферты, обеспечение ее банковской гарантией, возможно, согласование будущих сделок с антимонопольными органами и органами банковского надзора.

³ В настоящее время обсуждается очередная поправка, исключающая обязанность по направлению обязательного предложения в случае, когда акции передаются из федеральной собственности в собственность субъекта Российской Федерации и наоборот.

об обязательном предложении. Зацепкой для них стало толкование нормы 84.2 Закона об АО, что для возникновения соответствующей обязанности необходимо фактическое приобретение бумаг, а не получение возможности распоряжаться голосами по этим акциям опосредованно (через аффилированных лиц, путем покупки долей в компании, владеющей акциями эмитента, по условиям акционерного соглашения).

Часто говорят, что «исключения подтверждают правило», но когда исключений становится слишком много, они создают новые правила. Разумным выходом из сложившейся ситуации видится корректировка норм об обязательном предложении для всех акционерных обществ: приближение порогового значения владения акциями, запускающего механизм оферты, к реальному значению контрольного пакета, а также либерализация избыточно жестких требований об обеспечении оферты. Однако поправки, подготовленные ФСФР России в главу XI.1 закона, направлены в большей мере на ужесточение существующего регулирования. Они предусматривают, что обязанность по направлению обязательного предложения должна возникать как при прямом, так и при косвенном (совместно с контролирующими и подконтрольными лицами) приобретении права распоряжаться голосами по акциям эмитента, а ограничение права голоса по приобретенным акциям продлевается вплоть до направления регулятору отчета об итогах принятия обязательного предложения.

При этом понятие контролирующих лиц используется в значении, предусмотренном статьей 2 Закона о рынке ценных бумаг: практически не формализуемое множество вариаций как постоянного, так и ситуативного контроля в силу прямого владения акциями, нахождения под общим контролем, участия в корпоративных соглашениях – всех случаев потенциальный оферент может даже и не знать. Существует риск, что реализация такого подхода при сохранении текущего порога владения акциями в 30% приведет не к улучшению положения миноритарных акционеров, а к сокращению количества акций в свободном

(312)

обращении, так как собственники, опасаясь высоких издержек, вызванных такой неопределенностью, будут стремиться полностью закрыть компанию.

Регулирование отношений контроля-подконтрольности по экономическому, а не формальному критериям должно сопровождаться учетом экономических предпосылок для введения такого регулирования.

8.2.2. Случай второй: перекрестное владение и квазиказначейские акции

Перекрестное владение долями в корпорациях (этархия) как механизм перераспределения корпоративного контроля имеет давнюю историю. В России пик популярности перекрестных схем, при которых дочернее общество владеет акциями материнской компании и может по ним голосовать, в том числе в ущерб интересам миноритарных акционеров, пришелся на середину 1990-х годов¹. Однако подобные ситуации возникают и сейчас, поскольку законом это не запрещено. Информация о перекрестном владении акциями должна лишь раскрываться в форме существенных фактов и за нарушение соответствующей обязанности установлена административная ответственность. Впрочем эффективность такого рода санкций часто оспаривается.

(313)

О необходимости введения регулирования перекрестного владения упоминалось, например, в Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года. В 2011 году этот вопрос обсуждался в рамках доработки проекта изменений в ГК РФ, подготовленного президентским советом по кодификации. Основной вопрос – мера регуляторного воздействия: ограничивать ли осуществление прав по квазиказначейским акциям, и если да, то каких именно прав?

Встречаются суждения, что операции с квазиказначейскими акциями свидетельствуют о некачественном корпоративном управлении. Среди миноритарных акционеров популярна идея о необходимости ограничения всякой возможности для подконтрольных

¹ Кольца акций // Ведомости, 6 мая 2010.

обществу лиц в широком смысле (т.е. не только для дочерних, но и для «внучатых» и тому подобных компаний) осуществлять какие-либо корпоративные права по принадлежащим им акциям и другим голосующим финансовым инструментам материнской компании¹. Вместе с тем существует и альтернативная точка зрения: если факт перекрестного владения раскрыт и акционеры сознательно принимают на себя риски участия в такой компании, то ограничивать осуществление прав по соответствующим акциям не требуется.

В ведущих зарубежных юрисдикциях примеров категорического неприятия «перекрестных схем» найти не удалось. Подобная корпоративная структура компании действительно может провоцировать злоупотребления членов органов управления и контролирующих лиц, поэтому порядок осуществления прав участниками соответствующих компаний специально регулируется корпоративными законами. Однако ограничение права голоса по квазиказначейским акциям характерно для стран, где контроль над компанией определяется по формальному признаку и его проще выявлять.

Так, согласно модельному акту о предпринимательских корпорациях США (МВСА) и корпоративным актам штатов США (например, пункт «с» статьи 160 Общего закона штата Делавэр о корпорациях) ограничивается право голоса по акциям, принадлежащим корпорации, в которой другая корпорация владеет большинством акций, голосующих при избрании директоров первой корпорации. В Великобритании, где право голоса по квазиказначейским акциям также ограничивается, Акт о компаниях (статья 1159) определяет контроль по формальному признаку: через право распоряжаться более, чем половиной голосов или право назначать более половины членов совета директоров.

В отличие от англо-американских корпоративных статутов германское акционерное законодательство оперирует широким определением контроля («возможность оказывать определяющее влияние»). Однако в Германии подконтрольные лица, своевременно

(314)

¹ Предложение на вылет // Эксперт, №6 (740), 14 февраля 2011.

раскрывшие информацию о перекрестном владении акциями, не ограничиваются в корпоративных правах (параграфы 20 и 21 Закона об акционерных обществах).

Не следует ли «взять от этих двух подходов все лучшее»: от англосаксонской системы – запрет голосовать квазиказначейскими акциями на собраниях материнской компании, а от континентальной – широкие основания возникновения контроля? В экономическом отношении это не вполне верно, так как ведет к структурной неопределенности и повышает издержки добросовестных агентов. Контроль как фактическая возможность определять действия юридического лица может возникать ситуационно, ad hoc. Например, в результате кратковременного, в рамках одного заседания органа управления, распределения прав голоса между членами (участниками) такого органа. В результате может возникнуть ситуация, в которой лицо, имеющее даже менее 20% голосов при минимально возможном кворуме, будет признаваться в коротком периоде контролирующим лицом при наличии акционеров с большим пакетом акций.

(315)

Еще менее обоснованно стремление миноритарных акционеров ограничить, помимо права голоса, и другие корпоративные права по квазиказначейским акциям – на дивиденды или на ликвидационную квоту.

Перекрестное владение – это мощный инструмент непропорционального распределения корпоративного контроля, и как любая другая девиация от принципа пропорциональности может оцениваться неоднозначно. В природе таких инструментов заложен изначальный конфликт между разными группами интересов, и трудно заранее предсказать, когда и каким образом он себя проявит. Поэтому любые крайние решения этой проблемы будут менее эффективны, чем попытка найти золотую середину.

В процессе работы над проектом изменений в ГК РФ было выработано следующее компромиссное решение: лица, подконтрольные юридическому лицу, не могут реализовывать право голоса по принадлежащим им акциям материнской компании, однако в остальных корпоративных правах владельцы

квазиказначейских акций не поражаются. При этом для обеспечения стабильности оборота устанавливается, что нарушение этого правила не является основанием для признания недействительными действий контролирующего хозяйственного общества в отношении третьих лиц. Предполагается также, что эта норма вступит в силу после двухлетнего переходного периода, в течение которого акционеры получают возможность реформатировать схемы владения акциями компании в соответствии с ужесточившимися требованиями.

8.2.3. Случай третий: аффилированность и сделки с заинтересованностью для государства-акционера

(316)

Государство, участвуя в обороте через подконтрольные ему юридические лица, решает помимо частноправовых, целый спектр публично-правовых задач: экономических, социальных, внешнеполитических и иных. Разумеется, не исключен конфликт между этими задачами. При этом с точки зрения гражданского закона все участники оборота равны и к публично-правовым образованиям применяются нормы, определяющие участие юридических лиц в отношениях, регулируемых гражданским законодательством, если иное не вытекает из закона или особенностей данных субъектов.

Область, где публичные и частные интересы государства сталкиваются особенно сильно, – одобрение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность. Так, даже при сохранении весомого контроля в компании (приватизация небольшого пакета акций) у акционера – публично-правового образования могут возникать риски, связанные с переходом к частным акционерам возможности определять решения об одобрении сделок с заинтересованностью (пункт 4 статьи 83 Закона об АО): риск ситуативной утраты корпоративного контроля (невозможность оперативно одобрить совершение сделки, важной для реализации публично-правовой функции) и риск оспаривания миноритарными акционерами сделок, совершенных в нарушение указанного порядка.

Сложно предположить, что миноритарные акционеры станут целенаправленно блокировать совершение важных для общества сделок, направленных на повышение его капитализации, расширение рынков сбыта, хотя бы формально и являющихся сделками с заинтересованностью. Традиционные аргументы крупных акционеров против одобрения сделок миноритарными акционерами связаны чаще не со страхом утратить корпоративный контроль, а с нежеланием следовать затратным процедурам одобрения в случаях, когда их смысл неочевиден. В то же время исключить ситуацию, когда важная для крупных акционеров и общества в целом сделка не будет одобрена миноритариями, невозможно, поскольку круг сделок, требующих одобрения по правилам о заинтересованности, может быть весьма широким. Равным образом существуют, но слабо поддаются формализации риски государства, связанные с переходом к частным акционерам возможности определять решения об одобрении сделок с заинтересованностью.

(317)

Схемы участия государства в уставных капиталах акционерных обществ могут быть различными. Например, оно может напрямую владеть более чем по 20% акций двух ОАО, и тогда сделка между этими АО *de lege lata*, безусловно, будет являться сделкой с заинтересованностью, поскольку каких-либо исключений для акционеров, являющихся публично-правовыми образованиями, в указанной статье закона об АО не делается, а термин «аффилированность» для описания данной ситуации не используется. Возможна и иная ситуация: Российской Федерации принадлежит менее чем по 20% в этих ОАО, но у них существуют еще акционеры с участием государства, и суммарный пакет акций, который государство может контролировать прямо или косвенно, превышает 20%. Тогда ответ на вопрос о том, будет ли эта сделка одобряться по правилам главы XI Закона об АО, зависит от того, возникают ли у государства отношения аффилированности с юридическими лицами. Закон не этот счет молчит,

а судебная практика единообразного подхода по этому вопросу до настоящего времени не выработала¹.

Для того чтобы полностью исключить эти риски, в законодательстве следует четко установить, что нормы об аффилированности, равно как и об особом порядке одобрения сделок с заинтересованностью, не применяются к правоотношениям с участием публично-правовых образований.

В пользу данного подхода свидетельствует то, что положения об аффилированности и об особом порядке одобрения сделок направлены на регулирование и предотвращение конфликта интересов в частноправовой сфере. Для регулирования конфликта интересов государства и его представителей, возникающего в связи с участием в деятельности органов управления юридических лиц, предусмотрены специальные положения в административном праве, регулирующем порядок управления государственным имуществом, в законодательстве о государственной гражданской службе и других нормах административного и уголовного права, направленных на предотвращение и урегулирование конфликтов интересов. Конфликт между стратегическими интересами государства (экономика, внешняя торговля, обороноспособность) также разрешается на уровне публично-правовых механизмов через структуру органов государственной власти, согласование директив на голосование представителям государства, межведомственное взаимодействие.

В этой связи использование для регулирования конфликта интересов государства и его представителей, наряду с публично-правовыми механизмами, также частноправовых механизмов – норм об аффилированности и института одобрения сделок с заинтересованностью – представляется избыточным. Кроме

(318)

¹ Исходя из «буквального» толкования, аффилированность здесь возможна. Согласно «системному» толкованию, преобладающему в судебной практике апелляционных арбитражных судов и арбитражных судов федеральных округов, – аффилированность в указанных ситуациях не возникает с учетом особенностей правового положения государства в обороте. Высший арбитражный суд РФ единообразной практики по данному вопросу до сих пор не выработал.

того, в текущей ситуации при наличии большого количества подконтрольных государству юридических лиц (АО, ГУП и других) это привело бы к значительному росту неоправданных временных и финансовых издержек.

По предложению Минэкономразвития России в ходе доработки проекта изменений в ГК РФ было поддержано усовершенствованное определение аффилированных лиц, которое предусматривает, что аффилированность не возникает между:

- публично-правовым образованием и подконтрольным ему юридическим лицом;
- юридическими лицами, находящимися под общим контролем публично-правового образования;
- юридическими лицами, в которых публично-правовое образование имеет возможность самостоятельно либо совместно с другими лицами прямо или косвенно согласованно распоряжаться более чем 20% общего количества голосов участников каждого из этих юридических лиц.

В настоящее время продолжается дискуссия о путях дальнейшей эволюции гражданского и корпоративного законодательства. Вектор развития экономики России на долгосрочную перспективу зависит от того, пойдет ли совершенствование законодательства по пути дальнейшего усиления регуляторной функции государства или по пути либерализации правовых основ предпринимательской жизни. Очевидно, что перекосы как в ту, так и в другую сторону не будут способствовать уверенному поведению экономических агентов, выбирающих российскую юрисдикцию. Только сбалансированный и мудрый подход к вопросам защиты прав участников корпоративных отношений приведет к решению задач развития экономики и достижению социальной справедливости.

(319)