



**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА
INSTITUTE FOR THE
ECONOMY IN TRANSITION**

Отчет по гранту US AID

Тема 19.

**Анализ проблем и рекомендации по защите
прав акционеров (инвесторов)**

Основные исполнители:

д.э.н., зам. руководителя научного направления А.Д.Радыгин,
к.э.н., старший научный сотрудник Г.Н.Мальгинов

Москва - март 1999 г.

Содержание

Введение

Предварительные методологические замечания

Часть 1. Приватизация как фактор формирования модели корпоративного управления: сравнительный анализ

Часть 2. Формирование национальной модели корпоративного управления в России и защита прав акционеров

2.1. Основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой

2.2. Развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления и защиты прав акционеров

2.3. Оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России

Заключение

Источники

Приложения

Введение

Настоящая работа - “Анализ проблем и рекомендации по защите прав акционеров (инвесторов)” - подготовлена в рамках исследовательской программы Института экономики переходного периода, которая осуществлялась в октябре 1998 - марте 1999 гг. при поддержке US AID.

Основными исполнителями по данной теме являются указанные выше сотрудники ИЭПП, однако следует отметить значительную помощь, оказанную при проведении исследований американскими коллегами из консультационной компании “Horst, Frisch, Clowery & Finan Incorporated“.

Основной целью настоящей работы является анализ формирующейся в России модели корпоративного управления и подготовка практических рекомендаций по ее совершенствованию в контексте обеспечения (защиты) прав акционеров.

В первой части дается обзор моделей приватизации как фактора формирования модели корпоративного управления.

Вторая часть посвящена исследованию проблем формирования национальной модели корпоративного управления в контексте защиты интересов и прав акционеров (инвесторов). В частности, рассмотрены следующие основные вопросы:

- основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой;
- развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления в России;
- защита прав акционеров в контексте формирования правовых механизмов государственного регулирования;
- оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России.

В приложении приведены правовые рекомендации (проект Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" и комментарии к нему), использование которых, с точки зрения авторов исследования, могло бы стать важным фактором

дальнейшего позитивного формирования модели корпоративного управления в России.

Необходимо заметить, что целый ряд принципиальных для оценки формирующейся модели корпоративного управления вопросов исследуется отдельно в рамках тем 17, 20 и 26. При этом для целей настоящего исследования наиболее значимы (как предпосылка) выводы темы 20 касательно общей эволюции отношений собственности в рыночной и переходной экономиках, а также некоторые оценки складывающейся структуры владения акциями в индустриальном секторе России.

Следует также принять во внимание тот факт, что на данном этапе проведены преимущественно предварительные работы, связанные с общей оценкой российской модели корпоративного управления. Предварительные рекомендации представлены ниже. В то же время в рамках работ по второму и третьему этапам исследований предполагается (1) проанализировать влияние финансового кризиса на динамику и особенности процессов перераспределения собственности в России в 1999 г. в контексте защиты прав инвесторов); (2) дополнить набор мер нормативно-правового характера. В частности, в рамках последующих этапов предполагается расширить правовые рекомендации ИЭПП с учетом следующих проектов документов:

- Федеральный закон "Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации на рынке ценных бумаг"
- Федеральный закон "Об аффилированных лицах";
- концепция Федерального закона "О реорганизации коммерческих организаций".

Практическое использование результатов проекта может быть связано с разработкой рекомендаций по концептуальным направлениям развития и подготовке проектов новых нормативно-правовых актов государственного регулирования защиты прав акционеров (инвесторов) в России.

Потенциальными пользователями результатов проекта могут быть Правительство РФ, Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, Министерство экономики РФ (департамент реформы предприятий), Министерство государственного имущества РФ.

Предварительные методологические замечания

Какой бы теоретический инструментарий не применялся, **ключевая задача корпоративного управления** является общепризнанной: защита определенного круга участников корпоративных отношений от потенциального произвола (неэффективной деятельности) наемных менеджеров. Различие состоит в типах и степени вовлечения в сферу корпоративных отношений различных категорий таких потенциальных участников.

В самом узком понимании корпоративное управление состоит в обеспечении деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах **владельцев-акционеров**. Многие исследователи рассматривают корпоративное управление как пути и способы, с помощью которых **все финансовые внешние инвесторы** гарантируют доход на свои инвестиции. К финансовым внешним инвесторам относятся не только держатели акций, но и кредиторы корпорации. Наконец, в наиболее широкой трактовке корпоративное управление - это учет и защита интересов **как финансовых, так и нефинансовых инвесторов**, вносящих свой вклад в деятельности корпорации (концепция “соучастников” - stakeholders). К нефинансовым инвесторам могут относиться служащие (специфические навыки для корпорации), поставщики (специфическое оборудование для корпорации), местные власти (инфраструктура и налоги в интересах корпорации) и др.

Очевидно, что степень охвата потенциальных “объектов защиты” посредством корпоративного управления во многом определяется экономическими, правовыми, историческими и этическими традициями в конкретном обществе. Среди важных факторов, которые оказывают влияние на формирование конкретной (национальной) модели корпоративного управления (контроля), следует выделить:

- конкретная структура владения акциями в корпорации;
- специфика финансовой системы в целом как механизма трансформации сбережений в инвестиции (типы и распределение финансовых контрактов, состояние финансовых рынков, типы финансовых институтов, роль банковских институтов);

- соотношение источников финансирования корпорации;
- макроэкономическая ситуация и экономическая политика в стране;
- политическая система (существует ряд исследований, проводящих прямые параллели между устройством политической системы “избиратели-парламент-правительство” и моделью корпоративного управления “акционеры-совет директоров-менеджеры”);
- история развития и современные особенности правовой системы и культуры;
- традиционная (исторически сложившаяся) национальная идеология¹;
- сложившаяся практика деловых отношений;
- традиции и степень вмешательства государства в экономику и его роль в регулировании правовой системы.

Определенная консервативность характерна для любой модели корпоративного управления, а формирование его конкретных механизмов обусловлено историческим процессом в конкретной стране. Это означает, в частности, что не следует ждать быстрых изменений модели корпоративного управления вслед за какими-либо радикальными правовыми изменениями.

Значение формирующейся модели корпоративного управления для пост-приватизационного развития предприятий и экономики в целом обусловлено целым рядом моментов:

- оптимальная организация системы прав собственности в корпорации (и их делегирования) служит мотивацией к реструктурированию и повышению эффективности на микроуровне;
- исторически (традиционно) складывающаяся структура распределения собственности в корпорации определяет специфические национальные модели корпоративного управления и, соответственно, конкретные законодательные концепции и модели государственного регулирования;
- “прозрачная” (четкая) модель корпоративного управления, где права всех типов инвесторов (акционеров, кредиторов) защищены, является одним из ключевых условий привлечения инвестиций на микроуровне;

¹ Например, обеспечения “экономической безопасности” для всех (Германия) или создания равных стартовых условий для “обогащения каждого” (США).

- модель корпоративного управления формируется в тесной взаимосвязи (взаимовлиянии) с развитием рынка ценных бумаг, поэтому их регулирование со стороны государства должно осуществляться комплексно;

- модель корпоративного управления и структура рынка капиталов - через конкретные формы рыночной экономики - определяют различия в формах организации и финансирования корпораций, структуру отраслей промышленности, взаимоотношения между предпринимателями и наемными работниками;

- на макроуровне модель корпоративного управления является одной из основных институциональных составляющих экономического роста.

Именно четкая определенность, а не изменения в распределении **прав собственности**, имеет принципиальное значение для функционирования рыночной экономики (Coase, 1960). В современной экономической литературе четкость, стабильность и предсказуемость прав собственности рассматриваются в качестве важнейшего фактора экономического роста и прямо связываются с благополучным экономическим развитием (North, 1978). Тем не менее роль четко определенных прав собственности может варьироваться в зависимости от размеров организаций, государственной или частной собственности, доступа к информации и др. (Arrow, 1974; Stiglitz, 1994; World Bank, 1998).

Значение этого элемента институциональной среды для переходной модели корпоративного управления и соответствующего государственного регулирования не может быть переоценено. Так, в условиях социалистической системы хозяйства существовала система правовых санкций и инфорсментов по защите государственной собственности. В условиях переходной российской экономики зона неопределенности в сфере прав собственности *расширилась*, так как система защиты государственной собственности размыта, а новая четкая система прав частной собственности пока отсутствует. Размытость прав собственности ведет к параличу инвестиционной активности корпораций: ведь чем лучше определены права собственности, тем меньше риски на рынке капитала (Grossman, Hart, 1982, 1986). Одновременно сохраняется отсутствие четких экономических и правовых границ между государственной и частной собственностью со всеми вытекающими проблемами (в том числе длительное отсутствие банкротств как механизма корпоративного контроля). Очевидны и

проблемы в сфере отношений собственности, связанные с несовершенной информацией.

Подход к корпоративному управлению с позиций трактовки фирмы как института, организации, **сети контрактов** (Alchian, Demsetz, 1972; Williamson, 1985; и др.) также дает широкое поле для прикладных выводов по переходной экономике. В частности, отсутствие развитой *системы*, длительной *культуры* и четкого стандартного *механизма исполнения* контрактов как каналов передачи пучков правомочий (прав собственности) обуславливает массовые нарушения прав акционеров, единичный инфорсмент в политических целях, развитие нерыночных отношений экономических агентов, рост рентоориентированной деятельности, коррупцию.

Конфликты между менеджерами и акционерами-аутсайдерами (крупными и миноритарными) в рамках отношений **“принципал-агент”** приобретают острейший характер. Проблемы и издержки мониторинга менеджера со стороны акционеров (Hart, 1995) усложняются и тем, что менеджеры прямо или через посредников выступают и как инсайдеры, и как аутсайдеры корпорации, причем во всех возможных трактовках этих терминов². Одной из ключевых проблем здесь становится проблема прозрачности эмитента не только для потенциальных инвесторов, но и для de-facto внешних акционеров корпорации.

Не менее важен и подход к проблеме корпоративного управления с позиций **финансовой системы**, понимаемой как определенные институциональные соглашения, обеспечивающие трансформацию сбережений в инвестиции и распределяющие ресурсы среди альтернативных пользователей в рамках индустриального сектора (Tobin, 1984). В условиях переходной экономики особое значение для формирования национальной модели

² Речь идет о множественном толковании понятий “инсайдер” и “аутсайдер” в литературе: (а) как внутренние (работники, менеджеры) и внешние (банки, фонды, другие корпорации) инвесторы корпорации; (б) с точки зрения вовлеченности в систему межкорпоративных владений (в холдингах или при перекрестной схеме владения); (в) с точки зрения степени распыленности владения (инсайдеры как крупные контролирующие акционеры и аутсайдеры как мелкие портфельные акционеры); (г) как “внутренние исполнительные” и “независимые” директора в составе унитарного или двухпалатного органа управления. Некоторые исследователи российского законодательства относят к “инсайдерам” всех членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа общества, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества, и крупных акционеров, которые имеют возможность определять решения, принимаемые обществом.

корпоративного управления и финансирования промышленных корпораций приобретает развитие в рамках финансовой системы эффективной системы финансовых институтов, прежде всего коммерческих банков.

Их слабость в России стала особенно очевидной в ходе финансового кризиса 1998 г., а теоретическая дискуссия о принципиальном характере национальной модели корпоративного управления (проамериканская или прогерманская) лишилась своей основы. Соответственно, и возможная роль банков как альтернативного механизма корпоративного контроля в условиях, когда другие механизмы принуждения менеджеров к действиям не только в их собственных интересах ограничены (Stiglitz, 1994, pp. 77-78, 189-190), становится малоактуальной.

С точки зрения прикладного анализа вопросов **корпоративного контроля** ситуация применительно к переходной экономике приобретает двойственный характер. С одной стороны, в традициях известной с 30-х гг. концепции “революции управляющих” (Berle, Means, 1932) есть основания для вывода собственников за рамки реальных властных отношений, связанных с контролем и управлением в российских АО. Это особенно характерно для первых пост-приватизационных лет до принятия закона “Об акционерных обществах”. С другой стороны, есть и основания для выявления связи “собственность - корпоративный контроль - корпоративное управление”. Последнее имеет смысл в тех случаях, когда есть возможность идентифицировать разнообразные варианты “твердых ядер” прямо контролирующих акционеров или аффилированных структур (“коалиций” в терминах теории организаций). Ключевой проблемой в этой связи является установление полюсов реального контроля (Aghion, Tirole, 1996) в корпорации при наличии формально размытой структуры собственности.

Следует также заметить, что применительно к условиям неликвидного развивающегося рынка проблема выбора между механизмом “голоса” и механизмом “выхода” утрачивает характер дихотомии (Hirschman, 1970, pp.15-54), и становится по сути безальтернативной: если нельзя продать свои акции, то возникает необходимость повышения роли механизма “голоса”. Одним из возможных путей реализации этого механизма в переходной экономике

является самодостаточная модель корпоративного управления (Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Black, Kraakman, Nay, 1996).

В заключении необходимо сделать несколько более общих методологических выводов. Понятие “институциональные изменения” обычно используется применительно к конкретным “институциональным соглашениям/arrangements (институтам)”, но, как правило, никогда применительно ко всей “институциональной структуре” как совокупности “институциональных соглашений” (Lin, Nugent, 1995, p. 2307).

Специфика переходной экономики такова, что “институциональные изменения” - в отличие от общепринятого подхода - не только могут, но и должны анализироваться комплексно, т.е. в рамках всей “институциональной структуры” экономики. Такой подход в равной степени касается и проблемы становления модели корпоративного управления и контроля в переходной экономике. Особенности становление модели корпоративного управления и контроля как самостоятельного “институционального соглашения” могут быть поняты только в рамках всей совокупности “институциональных изменений” в переходной экономике. Вместе с тем проблема состоит в невозможности глобального анализа всех “институтов” (в рамках одной работы) даже применительно к относительно узкому вопросу развития корпоративного управления и контроля. Очевидно, что оба указанных вывода находятся в определенном противоречии. Именно поэтому авторы сознательно ограничили свой анализ выделением ключевых аспектов с учетом российской специфики.

Часть 1. Приватизация как фактор формирования модели корпоративного управления: сравнительный анализ

В настоящее время в переходных экономиках европейских стран и России известны три основные модели приватизации: массовая программа приватизации (МП), модель инсайдеров, модель установления единовременного мажоритарного контроля. Особое место (практически во всех странах) занимает модель смешанного (частно-государственного) контроля, которая рассматривается нами в отдельной главе. Существуют также специфические для отдельных стран модели, такие как модель “социально-ориентированной” собственности, модель “стандартных продаж” по открытой подписке и модель “case-by-case”³. Рассмотрим более подробно основные из них⁴.

(1) Массовая программа приватизации (МП). Принцип бесплатного наделения граждан частью государственной собственности не стал всеобщим в Восточной Европе, поэтому значение МП для последующего управления приватизированными предприятиями было неодинаковым в различных государствах. Наиболее широко эта модель применялась в России, Чехословакии (после распада единого государства - в Чехии), Литве, Монголии. Во многих других странах МП проводилась позднее (Албания, Армения, Грузия, Казахстан, Молдова, Словения, Румыния в программе 1995 г., Узбекистан, Украина), находится в стадии подготовки (Болгария, Белоруссия, Польша) или осуществлена для очень небольшой части акций узкого круга предприятий (Эстония, Латвия, Румыния в программе 1991 г.).

В некоторых странах такие схемы не использовались принципиально (бывшая ГДР, Венгрия⁵, Македония, Таджикистан, Узбекистан).

Наиболее масштабная МП среди стран Центральной и Восточной Европы осуществлялась в Чехословакии. Предполагалось, что распределение ваучеров

³ Речь идет о первоначально реализованных моделях (на первом этапе приватизации) без учета последующего перераспределения собственности. Предполагается также, что та или иная модель доминировала при приватизации в конкретной стране, однако возможны и комбинированные схемы. Наличие очень большого объема литературы по данному вопросу (часть из которой указана в библиографии) позволяет ограничиться только краткими характеристиками в контексте общей задачи работы.

⁴ В частности, использованы данные CEEP, 1996; The World Bank, 1996, ch. 3.

одновременно приведет к появлению множества мелких акционеров и росту нескольких инвестиционных фондов. Это даст толчок развитию рынка капиталов, последующей концентрации собственности у активных инвесторов и - в итоге - эффективности корпораций.

Основой предложения на купонных аукционах в Чехии стали акции 988 предприятий (больше всего: строительства - 132 и пищевой промышленности - 102; меньше всего: химии - 7 и кожевенной промышленности - 5) в ходе 1-ой волны и 681 - во 2-ой (включая 185 предприятий, чьи активы были частично реализованы в ходе 1-ой волны), оцениваемых по балансовой стоимости в 355 млрд. крон.

Исходя из данных по распределению уставного капитала 948 госпредприятий, находившихся в собственности Чешской республики и включенных в 1-ую волну массовой приватизации, можно сказать, что лишь 13% из них реализовывали за купоны менее половины акций, 17% - от 51 до 75% акций, остальные 70% - более 3/4 акционерного капитала. В среднем в ходе 1-ой волны приватизации чешские предприятия выставляли для продажи за купоны 62% акций, словацкие 74%⁶.

Ключевую роль в купонной приватизации сыграли 434 инвестиционных приватизационных фонда (ИПФ) в период 1-ой волны приватизации, когда Чехословакия была единым государством и 353 в период 2-ой, которая проходила только на территории Чехии. Происходила концентрация инвестиционных пунктов (и. п.) купонных книжек в относительно небольшом числе ИПФ. В целом, население инвестировало в них 71.8% всех пунктов в ходе 1-ой волны массовой приватизации и 64% - в ходе 2-ой. Инвестиционный банк через учреждение инвестиционной компании создал 11 ИПФ, фирма "НСаС" - 8. В ходе 1-ой волны приватизации 13 крупнейших инвестиционных групп аккумулировали 55.4% всех и. п. или 77.63% от собранных всеми ИПФ, 7 групп - 46.1% и 64.7% соответственно, а ставшая рекордсменом группа Чешского Сберегательного банка (ЧСБ) - 11.1% и 15.6%. В ходе 2-ой волны

⁵ Венгерский проект предусматривал возможность получения каждым совершеннолетним гражданином беспроцентного кредита в 100 тыс. форинтов на 5 лет по аналогии с действующей системой кредитования трудовых коллективов под выкуп госимущества.

⁶ В России по законодательству - 29%, на практике в среднем около 20% акций.

приватизации вышеупомянутые 13 групп смогли привлечь 40.65% всех и.п., новым лидером стал Агробанк, чей ИПФ смог аккумулировать 5.2% и.п.

Вследствие концентрации распыленной посредством купонных книжек собственности в ИПФ высококонцентрированная структура сложилась не только в чешской экономике в целом, но и на уровне отдельных предприятий. Из 842 предприятий, продававших за купоны более 50% акций, мелким акционерам-индивидуалам принадлежит более половины капитала только в 32.3% случаев, ИПФ - в 39.7%. При этом группа из не более чем 5 крупнейших фондов имеет более 50% акций на 32.3% предприятий. На первый взгляд кажется, что концентрация не так велика. Но если проанализировать относительную силу различных типов инвесторов, имеющих более 1% акций, при голосовании на общем собрании акционеров, то оказывается, что группа из не более чем 5 крупнейших фондов контролирует 754 предприятия, а 146 компаний контролируется единственным фондом. Картина может быть дополнена следующим фактом: если группа из 3 фондов имеет более 50% акций только на 85 предприятиях, то еще в 495 компаниях она обладает долей меньшей, чем 50%, но большей, чем другой инвестор, владеющий долей капитала, оставшейся после вычитания доли мелких акционеров.

Чехословацкое законодательство об ИПФ (апрель 1992 года) запрещает им владеть более, чем 20% акций одного предприятия и помещать в него более 10% своих активов. Причем группа фондов, созданная одним учредителем, не может владеть более чем 40% акций одного предприятия. Такие внешне достаточно жесткие ограничения на практике довольно гибки, позволяя одновременно минимизировать риск инвесторов, в то же время дают ИПФ возможность эффективно контролировать предприятия, являющиеся объектом инвестиций. Среди общей массы ИПФ происходит выделение фондов стратегического контроля.

Сложность классификации деятельности чешских ИПФ с точки зрения практики стран с развитой рыночной экономикой, заключается в следующем. С одной стороны, в ходе купонной приватизации выявилась их роль, как самостоятельных субъектов корпоративного управления и участников финансового рынка, что позволяет говорить о тяготении чешского опыта к англо-американской модели корпоративного управления. С другой стороны, не

может не обращать на себя тот факт, что учредителями значительной части ИПФ являются бывшие государственные банки и страховые учреждения, приватизированные лишь частично.

Последнее обстоятельство дает многим основание говорить, что на самом деле возникшая на волне купонной приватизации в Чехии система ИПФ адекватна той роли, которую играют банки в экономике Германии. Имеется и некоторое сходство с типично венгерской системой "перекрестной" собственности государственных и смешанных банков и промышленных предприятий. Превратятся ли чешские ИПФ в действительно независимый институт рыночного хозяйства, какие возможны сдвиги в этом вопросе с полной приватизацией банков, покажет будущее.

Если в Чехии был взят курс на стимулирование концентрации собственности в ИПФ для последующего более эффективного корпоративного управления в интересах изначальных владельцев купонных книжек, то в Монголии ситуация оказалась иной. В этой стране фондам-посредникам было запрещено участвовать в массовой приватизации, и итогом стало образование очень мощного сектора инсайдеров среди владельцев акций. Польша и Румыния пошли по другому пути, создав жестко определенное число инвестиционных фондов для, по сути, "административного" распределения части акций предприятий. Во всех этих случаях (создания фондов) одной из основных является практически нигде не решенная проблема контроля как за фондами, так и за их контролерами со стороны государства ("кто сторожит сторожа").

Польский проект в первоначальном варианте (апрель 1993 года) предусматривал получение пенсионерами и госслужащими акций 10 - 20 крупных инвестиционных фондов, которые в свою очередь смогли бы приобрести акции 240 - 600 госпредприятий. После прихода к власти в Польше коалиционного правительства социал-демократов и крестьянской партии в сентябре 1993 г. программа предыдущего правительства по массовой приватизации неоднократно корректировалась. В окончательной редакции список предприятий под нее был определен в 512 единиц (с исключением из него около 10 предприятий ключевых секторов экономики), которые представляют около 10% экономических активов страны. Идея организации на 10 - летний срок 15 НИФ (национальных инвестиционных фондов) под

управлением иностранных банков, польских специалистов и банков, осталась в силе. На первом этапе НИФ должны участвовать в управлении предприятиями и их реструктуризации как представители государства. По Торговому кодексу эти НИФ являются АО, по роду деятельности - брокерами. Определены и принципиально важные для корпоративного управления пропорции распределения уставного капитала предприятий, включенных в МП: 60% акций у НИФ, 25% - у государственного казначейства, 15% бесплатно передается работникам предприятий. При этом каждый НИФ является стратегическим инвестором (33% акций) в 34 - 35 отобранных предприятиях, а в остальных - пассивным инвестором. С октября 1996 г. началась продажа миноритарных (1,9%) пакетов акций 480 предприятий (между НИФ), что еще до начала самой МП ведет к концентрации собственности у НИФ-стратегических инвесторов.

Каждый взрослый гражданин Польши за 8 долларов может приобрести “универсальный сертификат на акции” (universal share certificate) в физической форме на предъявителя. К концу ноября 1996 г. его получили 95% граждан (25.6 млн. чел.), а его стоимость на рынке была в 8 раз выше номинала. Эти сертификаты в первой половине 1997 г. можно было конвертировать в акции НИФ. В целом же МП предусматривает тройные продажи: акции НИФ за сертификаты, акции НИФ свободно за деньги и свободно за деньги акции самих 512 АО. В силу этого в 1996 г. в Торговый кодекс 1934 г. внесены специальные поправки, повышающие уровень прозрачности эмитентов.

Близкая идея, по-видимому, будет реализована в Румынии (создано 5 инвестиционных фондов).

В целом принято считать, что роль МП для будущего корпоративного управления первоначально остается “размытой” (неопределенной), возможно в большой мере негативной, хотя в среднесрочном плане все зависит от практического решения дилеммы “дисперсия ваучеров (чеков, пунктов и т.п.) - концентрация собственности”.

(2) Модель инсайдеров. Эта модель основана на приобретении приватизируемого предприятия целиком или доминирующей доли в его капитале занятыми на нем работниками и менеджерами (совместно или раздельно) с разбиением этой доли на индивидуальные акции с формальным правом последующей купли-продажи. Такая практика получила довольно

широкое распространение в Польше, Румынии, Словении и Хорватии. В России и Грузии эта модель по сути стала официальной “субмоделью” (с большими легальными льготами работникам) в рамках МП. В Литве и Монголии ситуация была аналогичной, однако развивалась спонтанно (работники и члены их семей использовали ваучеры для покупки акций предприятий на “открытом” рынке).

Отнюдь не все страны, использовавшие этот метод, предоставляли инсайдера большие льготы. Максимальные льготы предусмотрены в России (3 варианта, включая 51% акций) и в Грузии на 51% акций за ваучеры и денежные льготы). Еще одним исключением была Словения, где персонал приватизируемого предприятия мог получить 20% его акций бесплатно, а еще 40%- за половину стоимости по закрытой подписке.

В остальных странах льготы были гораздо скромнее. Например, в Польше по закону от 13 июля 1990 года члены трудового коллектива предприятия могли претендовать на 20% акций за половину стоимости, а по проекту закона о массовой приватизации (май 1993 года) - на 10%. Существовали также возможности на общих основаниях подать свой вариант плана приватизации в Министерство преобразования собственности в расчете на возможное разрешение им выкупа (в рамках приватизации путем коммерциализации) или аренды (в рамках ликвидационной приватизации) предприятия в целом, что на практике использовалось весьма широко для небольших и средних предприятий.

В Германии к маю 1993 г. было приватизировано разными способами 11 900 крупных компаний. 20% из них выкуплены менеджерами, и только 1/10 от всех сделок такого рода включала и выкуп работниками. Некоторые исследователи отмечают, что при таких сделках (как и при продажах аутсайдером) особенно остро встает проблема контроля за исполнением обязательств. Так, в настоящее время по этим причинам оспаривается законность порядка 20%(!) сделок, заключенных Опекунским ведомством Германии в период приватизации.

В Венгрии, помимо планов ESOP (система, при которой акциями фирмы владеют сотрудники фирмы), участие работников предприятий в приватизации было поставлено на возмездную основу при помощи организации приватизационного кредита и кредита "Экзистенция". С 1 февраля 1993 года

процентные ставки по кредиту "Экзистенция" были снижены с 16.6 до 6 - 7%, увеличен максимальный срок его погашения с 10 до 15 лет, равно как и срок пользования им на беспроцентной основе - с 2 до 3 лет с момента предоставления. В Чехословакии ввиду достаточно широкой общественной поддержки планов купонной приватизации и негативного отношения к льготам для работников предприятий отведенная им доля акций была ограничена 10%. В Болгарии доля работников составляла 20% по льготным условиям.

Оценки фактического участия работников и менеджеров предприятий в их приватизации по каждой из восточноевропейских стран довольно сильно отличаются друг от друга по причинам несовпадения во времени, слабости статистической базы, различий в массивах предприятий, которые выступают в качестве выборки при проведении опросов и исследований. Результаты многих исследований показывают, что несмотря на наличие как сторонников, так и противников в обществе, опирающихся в своих взглядах на достижения мировой экономической теории и разнообразные практические примеры, собственность работников заняла определенную нишу в рамках переходной экономики. Для последующего развития этого сектора (роста или сокращения) решающее значение приобретают дальнейший ход и результативность мероприятий экономической реформы, политическая ситуация и состояние законодательства.

Влияние этой модели на корпоративное управление, как правило, негативно, хотя некоторые исследователи принимают во внимание более высокие информационные возможности инсайдеров контролировать деятельность менеджеров. Очевидно, что последний тезис в специфических условиях переходной экономики состоятелен лишь чисто теоретически (тем более что и сами менеджеры - не что иное, как наиболее влиятельные инсайдеры).

Специфические инсайдерские модели сложились также в Словении, Хорватии и Македании, однако их имеет смысл рассмотреть отдельно с учетом общего югославского "наследства" и использования моделей социальных фондов.

(3) Модель единовременного мажоритарного контроля. Эта модель основана на единовременном или по крайней мере не растянутом по времени

установлении мажоритарного (т.е. свыше 50% голосующих акций) контроля над предприятием со стороны “внешнего” собственника. Такая практика была характерной для относительно небольшой группы восточноевропейских стран, но отнюдь не для России. Хотя это наиболее медленный способ приватизации, его преимущества для эффективного корпоративного управления достаточно очевидны. Западным аналогом (и образцом) для этой модели является хорошо опробованный в Великобритании и Чили метод “case by case”⁷.

Эта наиболее простая с точки зрения корпоративного управления модель получила широкое распространение лишь в Венгрии и Эстонии. В бывшей ГДР ее можно считать основной для более 8 000 предприятий, но лишь в сочетании с выкупом предприятий менеджерами и ликвидацией. В Чехии эта модель была наиболее весомой после массовой приватизации (32% предприятий, но 5%стоимости всех предприятий). В Польше за 5 лет было заключено лишь около 200 сделок такого рода.

Дальнейшее развитие предприятия в этом случае зависит от природы инвестора, становящегося обладателем основной доли капитала, а также от примененного метода приватизации. Как правило, она осуществляется через аукцион, конкурс или прямую продажу, где предпочтение получает, как правило, “внешний” инвестор, зачастую как-либо связанный с предприятием. Особой разновидностью этого метода (которая лимитируется состоянием фондового рынка) является публичное предложение акций на рынке, включая биржу (30 предприятий в Польше, Армения).

Наиболее интересным аспектом данной модели в практике стран Центральной и Восточной Европы является прямая продажа приватизируемых предприятий иностранным инвесторам на определенных условиях: осуществления капиталовложений, частичной оплаты покупки поставками современного технологического оборудования, последующего роста экспорта, сохранения минимального уровня занятости. Именно эти условия и определяют дальнейшую стратегию развития таких предприятий. Тем более в тех случаях, когда речь идет о крупных западных корпорациях, осуществляющих свою

⁷ В чистом виде последний метод только начинает применяться в странах переходной экономики при продаже зарезервированных стратегических предприятий (пакетов)

долгосрочную стратегию освоения всего региона Центральной и Восточной Европы.

(4) Модель “социально-ориентированной” собственности. Эта специфическая модель приватизации характерна для некоторых стран, образованных после распада бывшей Югославии. Фактически можно говорить о наследии федеральной идеологии и федерального законодательства в Хорватии, Македонии и Словении. Типичным примером является Хорватия, где приватизация проводилась по закону от 23 апреля 1991 г. (“О трансформации предприятий, находящихся в общественной собственности”). Предусматривалась такая последовательность: (а) частное размещение акций для занятых на предприятии; (б) открытые торги; (в) непроданные акции передавались в социальные фонды (2/3 - в Хорватский приватизационный фонд (ХПФ) для последующих продаж, “грантов” жертвам войны и др., 1/3 - в государственные аграрный и промышленный пенсионные фонды).

Эти продажи разделены на два этапа. До марта 1993 г. занятые могли приобрести 100% акций предприятий, после только 50%. Соответственно до марта 1993 г. было создано 1621 АО, в т.ч. полностью продана половина (822 АО). Общим итогом этого этапа стала покупка 70-80% полностью приватизированных АО группами работников предприятий и менеджеров. К сентябрю 1996 г. на полностью приватизированных АО контроль принадлежал инсайдерам в 1000 АО, внешним инвесторам - в 300 АО (к последним относятся в основном государственные фонды, а также банки и компании, принадлежащие менеджерам АО).

Открытые торги проводились на Загребской фондовой бирже, однако они стали по сути дополнением к выкупу акций инсайдерами (менеджерами). Это было связано с полным отсутствием каких-либо требований к раскрытию информации эмитентами перед продажами.

В целом к 20 сентября 1996 г. приватизировано указанным способом 54% акционерного капитала. ХПФ владел контрольным пакетом в 228 АО и миноритарными долями акций в 1012 АО (т.е. в целом 25% всего акционерного капитала Хорватии). 5% акций зарезервировано для реституций. В марте 1996 г. был принят новый приватизационный закон, предусматривающий “полноценные” продажи. В 1997-1998 гг. должна быть осуществлена массовая

приватизация (для 3,5 млн. чел.), в ходе которой предполагается продать (через “инвестиционные пункты” и создаваемые ИПФ) 50-60% акций, остающихся у ХПФ.

В Македонии формальное начало приватизации относится к 1989 г. (по закону бывшей Югославской Федерации “Об общественном капитале”). Реально приватизация проводилась в 1993-1996 гг по закону “О трансформации предприятия с общественным капиталом”. Предполагалось, что коммерческий “case by case” подход сразу повысит эффективность создаваемых АО. При начале приватизации 15% акций любого предприятия автоматически переходили в Пенсионный фонд (как неголосующие привилегированные с 2% дивиденда).

К концу октября 1996 г. полностью приватизировано 896 средних и крупных предприятий, и 297 крупнейших находились в процессе. Итогом приватизации стало доминирование инсайдеров на 80% предприятий,

Словения также начинала приватизацию на базе законов бывшей Югославской Федерации “О компаниях” и “О социальном капитале”. В соответствии с последним законом рабочие советы и менеджеры сами принимали решение, приватизировать их предприятие или нет. Еще в декабре 1990 г. были созданы Агентство по приватизации и Фонд развития. Для “внутреннего пользования” применялись схемы выкупа инсайдерами, для “внешнего” (иностранцам) - прямые продажи.

В ноябре 1992 г. с принятием закона “О трансформации собственности компаний” была поставлена тройная задача: провести быструю приватизацию; перейти от “самоуправления” и “социальной собственности” с неясной структурой к частным компаниям с четкой структурой собственности; обеспечить концентрацию собственности. Предусматривался также выпуск сертификатов (в 1993 г.) для их использования гражданами при всех методах приватизации в 1995-1996 гг.

Тем не менее избранные методы приватизации прямо противоречили по крайней мере двум последним поставленным целям. Так, была принята следующая система: 40% акций - инсайдерам за деньги со скидкой 50%, 20% - инсайдерам за сертификаты (без права продажи в течение двух лет); 20% - в Фонд развития (80 инвестфондов в 1994 г. собирали сертификаты у граждан и

на них в 1995-1996 гг. выкупали эти акции у фонда); 10% - в компенсационный фонд; 10% - в пенсионный фонд.

Реальным итогом такой схемы стало безусловное доминирование инсайдеров на 80% всех полностью приватизированных АО. Сложившаяся в Словении структура собственности на приватизированных АО выглядит следующим образом:

- 42% - инсайдеры (менеджеры и работники);
- 20% - аутсайдеры - инвестфонды (в значительной степени контролируемые банками);
- 20% - государственные фонды (компенсационный и пенсионный);
- 18% - мелкие аутсайдеры (здесь также присутствуют менеджеры АО).

С некоторыми оговорками эта структура удивительно похожа на структуру собственности в “типичном” российском приватизированном предприятии. Соответственно очень сходны и типичные корпоративные конфликты (см. ниже).

Практически во всех странах с переходной экономикой необходимо отметить такие проблемы, как связь приватизации с изменением властных отношений в обществе (в частности, проблема реституции), масштабы приватизации; отсутствие рациональной рыночно-конкурентной среды; огромные технические сложности; необходимость идеологического выбора; отсутствие на стартовом этапе необходимой институциональной инфраструктуры; высокий уровень коррупции и иных криминальных явлений.

Хотя России не пришлось решать такие проблемы, как реституции или заметный региональный сепаратизм в ходе приватизации, в российских условиях разработка и реализация приватизационной политики особенно усложняется в силу действия (более весомого по сравнению с другими странами переходной экономики) следующих факторов:

- во-первых, параллельно с процессом выбора глобальных моделей, на микроуровне происходит спонтанный перевод государственных предприятий и имущества в иные формы собственности (коллективные и частные, или же квази-коллективные и квази-частные).

- во-вторых, высочайший уровень концентрации наравне с отсталостью многих секторов российской промышленности препятствуют проведению эффективной и социально "мягкой" структурной перестройки до и в ходе приватизации;
- в-третьих, и это, на наш взгляд, особенно важно, именно приватизация и проблемы преобразования собственности есть та область экономических реформ, где политический и популистский прессинг наиболее тяжел. Политический фактор в приватизационной политике, в частности, самым непосредственным образом усиливает противоречивость и нестабильность законодательной базы, что проявляется в отсутствии единого правового подхода, одномоментном действии противоречащих друг другу нормативных актов, частой смене тактических установок и моделей, принятии в ряде конкретных случаев актов, дающих той или иной стороне эксклюзивные права вне рамок законодательства, возможность отмены уже принятых решений. Более того, высочайшая степень политизации приватизационного процесса в России и, следовательно, конфликтно-компромиссный характер его развития обуславливают выбор приватизационной модели, ориентированной на максимальное достижение социального компромисса. Это, в свою очередь, ведет к исключительно высокому уровню транзакционных издержек как в ходе реализации приватизационных программ, так и впоследствии при осуществлении сделок, связанных с перераспределением собственности.

На постприватизационной стадии развития предприятий значение политического фактора (особенно для крупнейших предприятий) также остается исключительно велико. Это прямо касается и проблем корпоративного управления.

Если 1985-1989 гг. можно охарактеризовать как период косметических изменений действовавшей системы, когда любые альтернативные формы собственности рассматривались лишь в контексте «многоукладной социалистической экономики» с доминирующим госсектором, то 1990-1991 гг. - это годы более систематических реформ или, что точнее, более систематических концепций прорыночных преобразований. Заметный сдвиг

произошел в идеологических подходах к вопросам собственности в целом и реформирования соответствующих отношений в частности. Последнее проявлялось и в содержании рассматривавшихся программ, и в принятом в этот период законодательстве. Одновременно - на фоне продолжающихся дискуссий о допустимости альтернативных форм собственности и методах приватизации - резко активизировался спонтанный процесс: номенклатурно-бюрократический, номенклатурно-территориальный, “коллективный”, “менеджеральный” и др.⁸

Вне зависимости от содержательных оценок рассматриваемого процесса, 1992 год войдет в историю России как год старта крупномасштабной реформы в сфере отношений собственности на основе разработанного приватизационного законодательства. Если годы 1993-1994 стали годами интенсивного наращивания «критической массы» соответствующих количественных преобразований, то для 1995-1998 гг. стали характерны в сущности неудачные попытки перехода к новой - “денежной” - приватизационной модели⁹.

Наиболее интенсивно “инициативно-добровольная” приватизация (по крайней мере подача заявок) происходила в 1993 г., а для 1994-1996 гг. характерно неуклонное и стабильное снижение темпа вовлечения новых объектов. Одновременно в результате массовой приватизации 1992-1994 гг. в распоряжении государства осталось такое количество пакетов акций предприятий, проблема продажи которых стала ключевой как для собственно приватизационной политики 1995-1996 гг., так и для интенсивного лоббирования в этой сфере.

С точки зрения либерального крыла правительства, дополнительным стимулом к распродаже пакетов стал общепризнанный факт несостоятельности государства как управляющего федеральными пакетами в имеющихся объемах и в современных экономических реалиях. Вместе с тем, задача организации эффективных продаж указанных пакетов стала заведомо неразрешимой по следующим причинам:

- бюджетные соображения требуют продавать “больше, дороже и быстрее”;

⁸ См. также: Radygin, 1992.

⁹ О первом (чековом) этапе российской приватизации подробно см.: Радыгин, 1994; Boyko, Shleifer, Vishny, 1995; Radygin, 1995. О втором (денежном) этапе подробно см.: Bohm, 1997; Radygin, 1996.

- соблазн продать разом многие пакеты наталкивается на суровые реалии отсутствия адекватного платежеспособного спроса и прямую угрозу краха фондового рынка;

- продажа пакетов акций наиболее привлекательных предприятий сегодня крайне неэффективна экономически в силу очевидной недооценки их активов и одновременно трудна по причинам многостороннего лоббирования и начавшегося в некоторых отраслях передела “влияний” под видом организационно-правовых реорганизаций;

- наиболее убыточные непроданные предприятия (пакеты) необходимо продавать для снижения расходного бремени бюджета, но вряд ли найдутся покупатели;

- наконец, наличие чисто политических факторов, связанных с выборами и нежеланием предоставлять оппозиции аргументы для критики.

Итогом применявшихся в России приватизационных моделей в краткосрочном периоде стало возникновение на многих приватизированных предприятиях неопределенной структуры собственности, когда ни одна из групп акционеров не получила устойчивого большинства в акционерном капитале, опасаясь при этом любых возможных изменений в нем и противодействуя им.

Часть 2. Формирование национальной модели корпоративного управления в России и защита прав акционеров (инвесторов)

2.1. Основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой

Ни в одной стране с переходной экономикой не существует законодательства по корпоративному управлению (в широком смысле, с учетом всех сопряженных нормативных актов), которое можно было бы оценить как высокоразвитое. Это законодательство “отражает не столько то, что уже есть, сколько то, что должно быть или в лучшем случае находится в стадии становления... Это нечто вроде первой стадии развития права..., но ему благоприятствует то, что оно может опереться на имеющийся в мире опыт и избежать тем самым периода проб и ошибок... Здесь несомненен приоритет континентального права, однако это не исключает возможности использования отдельных удачных конкретных решений англо-американского права. Но в больших порциях эклектика опасна... (Акционерное общество..., 1995, с.VIII-IX).

В таблицах 1-5 приложения дается достаточная справочная информация об общем состоянии проблемы, а отдельные предметные комментарии в других разделах работы затрагивают ряд существенных проблем корпоративного права. Имеется также специальная правовая литература, обзор которой не имеет смысла предпринимать в настоящей - более общей - работе. Здесь мы ограничимся наиболее общими замечаниями.

Прежде всего, вряд ли уместно пытаться выделить какие-либо универсальные рецепты. Диапазон формирующихся национальных моделей в странах с переходной экономикой крайне широк, и охватывает самые противоположные подходы:

¹⁰ См., в частности: Акционерное общество..., 1995; Батлер, Гаши-Батлер, 1997; Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Богатых, 1996; Васильев, 1993; Грэй, Хэнсон, 1994; Жамен, Лакур, 1993; Кашанина, 1995; Комментарии..., 1995; Комментарий..., 1995; Кулагин, 1992; Тихомиров, ред., 1998; Чарльзворт, 1958; Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Hay, 1996; Clark, 1986; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997; Phelps, Frydman, Rapaczynski, Shleifer, 1993; Pistor, Turkewitz, 1994; Prentice, Holland, 1993; Simoneti, 1996; Wouters, 1973.

- с одной стороны, доминирующая ориентация на все более разветвленное и детальное корпоративное законодательство по мере развития реальных процессов и практики корпоративного контроля (пока это страны, первыми начавшие приватизацию - Россия, Литва, Чехия, Польша, Венгрия);

- с другой стороны, концепция полного самоустранения государства от проблем корпоративного управления. В качестве примера, по всей видимости, можно привести Эстонию, где основной расчет сделан на сочетание “концентрированной собственности” как основной “панацеи” с косвенной политикой правового регулирования со стороны государства (конкурентная среда, налоги, введение международных норм бухгалтерского учета для реального доступа к информации и соответствующего контроля совета директоров). Этот подход проявляется даже в отношении к миноритарным госпакетам акций, которые могут без каких-либо последствий или санкций “размываться” частными акционерами.

Есть и “оригинальные” общие трактовки самой концепции корпоративного управления и соответствующего государственного регулирования. Так, например, в Украине корпоративное управление и политика правового регулирования в этой области права понимаются следующим образом:

- социальная защита “граждан” и “занятых” (санкции против юридических лиц и менеджеров, которые нарушают “социальные обязательства” компании);
- усиление роли “занятых” в корпоративном управлении;
- усиление прав государства как собственника.

Близкое (к украинскому) понимание проблем корпоративного управления свойственно в Словакии. В качестве важных задач также выдвигаются повышение роли занятых и сохранение роли государства. В Узбекистане корпоративное управление трактуется как принципы взаимоотношений между АО и отраслевыми министерствами¹¹.

Если попытаться оценить формальные пути развития соответствующего законодательства (принципы кодификации корпоративного права), то рассматриваемые страны также можно отнести к разным классификационным

¹¹ Эти оценки сделаны на основе анализа отчетов за 1996 г. официальных представителей указанных стран для конференций СЕЕРП. См.: Bohm, ed., 1996-1997.

группам¹². Очевидно, что в значительной степени это связано с историческим влиянием в континентальной Европе стран-”первопроходцев” в этой сфере - Франции (Гражданский и Торговый кодексы Наполеона 1804-1807 гг.) и Германии (Торговый кодекс Бисмарка 1897 г.).

Базовым разграничением обычно является наличие в стране традиций “гражданского” (civil) права (Франция, Германия и зависимые страны) или “общего” (common) права (Англия, США и зависимые страны). При основополагающем влиянии римского права различные авторы выделяют от двух до четырех страновых моделей: (1) романо-германская (континентальная, кодифицированная, источник - закон) и англо-американская (островная, “общего права”, без отраслей права, источник - судебный прецедент); (2) французская, германская и англо-американская; (3) французская, германская, скандинавская и англо-американская.

В континентальной Европе, как и в России, используется общепринятое деление права на публичное (организация государства и его отношения с частными лицами) и частное (регулирование и защита интересов частных лиц). Частное право, в свою очередь, подразделяется на две основные части: гражданское (общие нормы, регулирующие отношения частных лиц) и торговое (отношения частных лиц в связи с извлечением прибыли). “Торговые товарищества” (“хозяйственные товарищества и общества”) рассматриваются как отрасль торгового права, а “акционерные общества”, в свою очередь, как часть “торговых товариществ” (“хозяйственных товариществ и обществ”)¹³.

Для некоторых стран романо-германской ориентации характерен также т.н. “дуализм” частного права - наличие и Гражданского, и Торгового кодексов (Франция, Германия, Испания, Греция, Турция, Япония). “Монистическое” частное право (т.е. регулирование норм торгового права в рамках единого Гражданского кодекса) имеется в Швейцарии, Италии и других странах, принято в России.

¹² Подробно об общей классификации см.: Богатых, 1996, с. 9-33; Васильев, 1993; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

¹³ В англо-американской системе с середины XX века отмечена тенденция выделения торгового права в особый предмет, несмотря на традиционную систему “общего права”, а также принят ряд законов в целях упрощения и модернизации права, отмены устаревших прецедентов (Богатова, 1996, с.25-26). Например, в Англии это закон о компаниях 1985 г., в США - модельный закон о предпринимательских корпорациях, принятый во многих штатах.

Другим в сущности формальным различием является детализация (или отсутствие таковой) норм акционерного права в специальных законах. Специальные законы, относящиеся к АО (помимо кодексов), имеются в настоящее время в большинстве стран, например, во Франции (закон о торговых товариществах 1966 г.), в Германии (закон об акционерных обществах 1965 г.), в Швейцарии (Обязательственный закон), в Японии (закон 1951 г.) и др. В Италии, напротив, деятельность АО регулируется Гражданским кодексом.

Еще одно различие - это "весомость" специального закона по отношению к кодексу. Так, французский закон о торговых товариществах 1966 г. (вместе с Декретом о торговых товариществах 1967 г.) представляет собой по сути самостоятельный новый кодекс, всеобъемлюще регулирующий деятельность прежде всего АО. В некоторых других странах такой специальный закон может только повторять или незначительно детализировать уже описанные в Гражданском (Торговом) кодексе нормы, касающиеся АО.

Наконец, в развитие кодекса может приниматься специальный закон об АО или закон, дополнительно регулирующий всевозможные виды хозяйственных товариществ и обществ. Практически во всех странах с переходной экономикой АО уже являются предметом того или иного типа правового регулирования.

По французскому пути - т.е. специальный детальный закон о компаниях - первой пошла Венгрия (закон о хозяйственных обществах 1988 г., поправки 1991 г.). Естественно, этот закон (300 статей) был намного менее детальным, чем аналогичный французский. В нем, помимо АО, регулируются также товарищество с ограниченной ответственностью и другие типы товариществ.

Аналогичные законы (где АО регулируется наравне с другими видами обществ или товариществ) были приняты в Албании, Болгарии, Казахстане, Монголии и Украине.

По другому кодификационному пути пошла в 1991 г. Чехословакия (затем, соответственно, Чехия и Словакия), где был принят Торговый кодекс, охвативший широкий круг вопросов торгового права. Право товариществ занимает в нем значительное, но не доминирующее, как в венгерском законе, место. Кодекс регламентирует также деятельность кооперативов, договорные обязательства и их обеспечение, отдельные виды торговых обязательств,

конкуренцию, порядок ведения торговых реестров и бухгалтерской отчетности. Торговые кодексы также приняты в Польше, Македонии и Эстонии. Болгарский Торговый закон также в определенном смысле можно рассматривать как торговый кодекс.

По оценкам, регламентация права товарищества в рамках торговых кодексов является более краткой, чем в специальных законах. Согласно исторической практике (в т.ч. Франции и Германии), такая регламентация свойственна начальному этапу развития акционерного права. Затем неизбежно следует этап, требующий большей детализации, особенно с учетом того, что в этой сфере крайне нежелательна регламентация путем подзаконных правовых актов и ведомственных инструкций (Акционерное общество..., 1995, с. XII).

К концу 1996 г. специальные законы об АО (в том числе при наличии Гражданского кодекса) приняты в России, Армении, Латвии, Литве, Молдове и Таджикистане.

В целом же для рассматривавшихся стран с переходной экономикой романо-германские традиции права со всей очевидностью являются доминирующими.

Указанные формальные различия в принципах кодификации и детализации корпоративного законодательства, конечно, не позволяют делать выводы о большем реальном прогрессе в сфере корпоративного управления и защиты прав инвесторов в тех или иных странах.

Тем не менее проведенные, к примеру, в Гарвардском университете сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира (не относящихся к типам “переходной” или “социалистической” экономик) с точки зрения защиты интересов инвесторов представляют очевидный интерес и для дальнейшей разработки корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой. Приведем три основных вывода данного исследования¹⁵.

Во-первых, несмотря на заметные различия законодательства, последнее в большинстве случаев предоставляет инвесторам довольно ограниченный набор

¹⁴ Есть также группа стран, где, по имеющимся у авторов данным на начало 1996 г., акционерное законодательство базировалось только на приватизационных актах (Белоруссия, Словения).

¹⁵ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, pp. 32-35, 40-43.

прав. При этом страны, относимые к традициям “общего права”, предоставляют инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, чем это имеет место в странах “гражданской” (романо-германской) правовой традиции. Если французская модель (наиболее распространенная в мире) в плане защиты инвесторов оценивается как наименее эффективная, то германская и скандинавская модели занимают промежуточное место.

Во-вторых, существуют значительные различия в том, что касается исполнения законодательства (enforcement). Германская и скандинавская модели отличаются наилучшим уровнем исполнения законодательства. Последнее также достаточно “сильно” в моделях, базирующихся на традициях “общего права”, но опять же оценивается как наиболее слабое в странах французской гражданской традиции.

В-третьих, существует явная зависимость между качеством защиты инвесторов и уровнем концентрации владения акциями. В среднем в мире (для крупнейших компаний, акции которых свободно торгуются на рынках) средний показатель концентрации владения акциями у 3 крупнейших акционеров очень высок и составляет 46% (медиана 45%). Эта цифра соответствует первому общему выводу о слабой защите инвесторов в большинстве правовых систем мира.

Дисперсия собственности в таких компаниях, по оценке авторов, есть не более чем миф. Даже в США этот показатель для 10 наиболее капитализированных компаний составляет 20% (медиана 12%). В целом уровень концентрации ниже 30% отмечен только в США, Австралии, Великобритании, Тайване, Японии, Корее и Швеции.

Необычно высокий уровень концентрации отмечен в странах французской модели (для 10 крупнейших негосударственных фирм - в среднем 54% для 3 крупнейших акционеров), тогда как между другими страновыми группами различие не является статистически значимым. Наименьшая концентрация характерна для стран германской модели (34%). В скандинавских странах этот показатель определен в 37%, а страны “общего права” занимают промежуточные позиции - 43%.

Авторы приходят к выводу, что концентрация владения есть в то же время реакция (адаптация) на слабую правовую защищенность инвесторов в

рамках национальной модели корпоративного управления. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют крайне отрицательную корреляцию с концентрацией собственности. В то же время высокий уровень концентрации свидетельствует о слабом функционировании рынка капиталов. С точки зрения проведенного анализа это связано с тем, что слабая правовая защищенность мелких инвесторов лишает компании возможности мобилизовать необходимые капиталы.

Данный вывод принципиален и для всех без исключения стран с переходной экономикой¹⁶. Опираясь на вышеприведенные выводы и данные, можно предположить, что актуальная проблема привлечения инвестиций на приватизированные предприятия не будет решена (в рамках институционального анализа, т.е. абстрагируясь от макро- и микроэкономических условий) даже по завершении процессов борьбы за контроль в новых корпорациях. Концентрация владения, характерная для процесса борьбы за контроль, может расцениваться как способ адаптации нового собственника, но не дает никаких гарантий для новых потенциальных инвесторов в условиях слабого правового регулирования.

Другой важнейший вывод, который можно сделать уже на данной стадии анализа, состоит в том, что попытки ускоренного развития в России и других странах с переходной экономикой корпоративного сегмента рынка ценных бумаг (равно как и его технической инфраструктуры) будут малоэффективны до тех пор, пока они не будут опираться на постоянное совершенствование механизмов защиты инвесторов и системы исполнения законодательства.

При этом существуют определенные объективные различия на уровне фундаментальных тенденций эволюции права. Так, некоторые исследователи при сравнении корпоративного права (в широком смысле, как определенных правил поведения организации/фирмы) в России и в развитых странах отмечают тенденцию общего порядка, которая связана со спецификой перехода от централизованной к рыночной экономике. В развитых странах корпоративное

¹⁶ Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.

право имеет тенденцию к сужению, тогда как массив публично-правовых норм неуклонно расширяется. Напротив, в России наблюдается интенсивный процесс расширения сферы действия корпоративного права (Кашанина, 1995, с. 367-369).

В целом, несмотря на указанные выше различия, можно выделить несколько общемировых тенденций, которые характерны для дальнейшего совершенствования корпоративного права:

- усиление требований “прозрачности” (раскрытия информации) АО;
- параллельный процесс усиления правомочий органов управления АО и контроля за органами управления со стороны акционеров;
- расширение судебного контроля за деятельностью АО;
- развитие законодательства по защите прав мелких акционеров по всему спектру проблем (преимущественное право покупки акций новых выпусков, квалифицированное (или выше) большинство, правила слияний и поглощений, кумулятивное голосование и др.);
- развитие законодательства по защите прав кредиторов АО;
- ужесточение регламента выпуска акций, изменения уставного капитала, введение требований недопустимости увеличения прибыли за счет основного капитала;
- сближение правового статуса акции и облигации;
- особое внимание к вопросам реорганизации АО, преобразования АО в другие виды обществ и наоборот;
- ужесточение регулирования взаимоотношений между различными юридически независимыми, но экономически взаимосвязанными АО (например, понятие “группы” во французском праве)¹⁷.

Как видно из этого краткого перечня, указанные проблемы не менее актуальны и для многих стран с переходной экономикой (в том числе и для России), преобразования в которых уже достигли определенного качественного уровня.

¹⁷ См., например: Акционерное общество..., 1995, с. XII-XIII; Васильев, 1993; Кашанина, 1995; Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years. Oxford, 1992.

2.2. Развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления в России

Идеолого-правовое (но, конечно, отнюдь не реальное) оформление института частной собственности в СССР произошло весной 1991 г. Чтобы осознать неизбежность этого шага, властям потребовалось четыре года бесплодных попыток вывести страну из углубляющегося кризиса посредством косметических реформ типа предоставления хозяйственной самостоятельности госпредприятиям, изобретения суррогатов частной собственности типа “права полного хозяйственного ведения”, разрешения кооперативных и арендных предприятий. На рубеже 1990 и 1991 гг. постепенно пришло и осознание факта неизбежности приватизации в СССР и России, без чего - при наличии всеподавляющего госсектора - не было смысла говорить ни о праве частной собственности, ни об акциях и рынках ценных бумаг или иных атрибутах рыночной экономики¹⁸.

Закон СССР "О собственности в СССР" от 6 марта 1990 г. и поправки к Конституции СССР от 14 марта 1990 г. (ст.10-13) допускали наличие в собственности граждан и негосударственных юридических лиц средств производства, ценных бумаг и иных материальных и нематериальных объектов и прав, приносящих доход.

По крайней мере декларативно все три легальные формы собственности - собственность граждан, коллективная (включая акционерную) и государственная - были объявлены равными с точки зрения объема прав и защиты. Союзный закон о собственности стал, помимо всего прочего, первым актом, допускающим возможность инкорпорирования и приватизации: в ст. 10 предусматривались такие методы "образования и приумножения коллективной собственности" как аренда госпредприятий работниками с последующим выкупом и преобразование госпредприятий в АО. Тем не менее, в силу отсутствия конкретных технических процедур (легальных) такие методы носили экспериментальный и единичный характер.

В "Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик", принятых 31 мая 1990 г. появилась отдельная глава, посвященная ценным

бумагам. Под ценной бумагой понимался "документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа". К ценным бумагам отнесены облигации, чеки, векселя, акции, коносаменты, сберегательные сертификаты и другие документы, выпускаемые в соответствии с законодательством в качестве ценных бумаг. Хотя практически все указанные виды ценных бумаг, по крайней мере в единичных случаях, появились уже в 1990-1991 гг., вплоть до начала реальных приватизационных программ в России и других экс-республиках СССР государственные облигации и некоторые бумаги, связанные с торговым и кредитным оборотом, оставались доминирующей разновидностью. Тем не менее само появление такого раздела можно оценивать только положительно, тем более если учесть, что последнее упоминание об акциях было изъято из законодательства СССР в 1962 г., а АО образца 1989-1990 гг. создавались преимущественно специальными актами правительства.

Первым актом о компаниях, основанным на нормах нового закона о собственности и Основ гражданского законодательства, стал закон СССР "О предприятиях в СССР" от 4 июня 1990 г., предусматривавший такие виды предприятий как: основанные на собственности граждан (индивидуальные, семейные); основанные на коллективной собственности (коллективное, производственный кооператив, принадлежащее кооперативу, АО или иное хозяйственное товарищество, предприятия общественных и религиозных организаций); государственные и совместные (смешанные). Аналогичный российский закон был принят в декабре 1990 г. Основным концептуальным недостатком этого нормативного акта было положение о том, что образуемый за счет вкладов участников уставной (складочный) капитал хозяйственных обществ и товариществ остается в долевой собственности участников, а не переходит в собственность созданного ими юридического лица. Это абсурдное положение породило путаницу в вопросе об ответственности хозяйственных товариществ и обществ по своим обязательствам.

Как уже отмечалось выше, первым российским нормативно-правовым актом, подробно регламентирующим правовое положение АО, права и обязанности акционеров, порядок создания, деятельности, реорганизации и

¹⁸ См. также: Радыгин, 1994, 1995, 1996.

ликвидации АО, стало Положение об акционерных обществах, утвержденное постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 601. В частности, разрешался выпуск только именных акций, как обыкновенных, так и привилегированных. При этом акция определялась как ценная бумага, выпускаемая АО и удостоверяющая право собственности на долю в уставном капитале АО (ст. 43, 47)¹⁹.

Экономические и особенно политические реалии вынуждали государство искать компромиссное решение между комплексным, рациональным механизмом корпоративного управления и сохранением традиционных элементов, характерных для управления государственными предприятиями. Главная задача состояла в том, чтобы компромиссы, ведущие к сохранению ряда старых структур (хотя бы в преобразованной форме) или к сохранению властных позиций прежних руководителей, дополнялись ясным и детальным законодательством, с четким разделением компетенции и установлением действенного и многостороннего контроля²⁰. Эта задача не была решена в первой половине 90-х гг.

Специфика приватизации нашла свое отражение в Типовом уставе акционерного общества открытого типа, утвержденном указами Президента РФ № 721 от 1 июля 1992 г. и № 1392 от 16 ноября 1992 г. Все АО, создаваемые в рамках приватизационной программы, выводились за рамки общего законодательства. В частности, предусматривались особые типы акций (А и Б), а контроль за соответствующими эмиссиями и корпоративным законодательством возлагался на Госкомимущество РФ и Российский фонд федерального имущества (их региональные структуры).

¹⁹ В отношении собственно рынка ценных бумаг оно было дополнено Положением "О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР", утвержденным постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78. Последнее определило ценную бумагу как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ (ст. 1). В этом документе по сути впервые затрагивались вопросы эмиссии и обращения корпоративных бумаг, а также деятельность фондовой биржи. Предусматривалось, что ценные бумаги могут существовать в виде обособленных документов или записей на счетах. Введены понятия "производных ценных бумаг" и "участников рынка ценных бумаг". К последним отнесены "эмитенты", "инвесторы" и "инвестиционные институты" (посредники-финансовые брокеры, инвестиционные консультанты, инвестиционные компании, инвестиционные фонды). Общее регулирование возлагалось на Министерство экономики и финансов РСФСР.

²⁰ Подробно см.: IET-IRIS, 1995.

С точки зрения процесса создания АО постановление N 601 исходило из добровольного учреждения АО снизу, а указ N 721 - из принудительной корпоратизации, осуществляемой Госкомимущества РФ и соответствующими местными комитетами. В отношении управления и контроля оба документа принципиально не различались.

Постановление N 601 и Указ N 721 определяли три органа управления акционерным обществом - собрание акционеров, Совет директоров и Правление. Кроме того, в каждом АО предусматривалось создание ревизионной комиссии. Однако как первый, так и второй акты не обеспечивали четкое разделение компетенций (а значит, разделение власти) между различными органами управления, недостаточно регламентировали их деятельность. Главный недостаток принятого порядка управления АО заключался в переплетении - как личностном, так и функциональном - Совета Директоров и Правления. Следствием такого переплетения стало практическое отсутствие постоянно действующего контрольного органа собственников (акционеров). Собрание акционеров определялось как высший орган управления обществом, за которым закреплены весьма важные функции, однако на практике носило во многом формальный характер (например, отсутствовало важнейшее право досрочного отзыва полномочий членов Совета директоров и правления).

Вместе с тем указанные законодательные акты чрезмерно ограничивали свободу хозяйственной деятельности исполнительного органа АО, который должен быть единственным органом непосредственного хозяйственного управления. В то же время нечеткое закрепление полномочий позволяло внести в устав АО такие формулировки, которые могли привести к взаимному блокированию деятельности Совета директоров и "парламентского" собрания акционеров.

К компетенции Совета директоров были отнесены все вопросы деятельности АО, кроме тех, которые отнесены к исключительной компетенции собрания акционеров. Фактически Совет директоров во главе с Генеральным директором был превращен в единственный реально управляющий орган. Правление в этом случае могло быть лишь инструментом для конкретной реализации принятых решений (т.е. исполнительным органом в прямом смысле

слова), но не самостоятельным управляющим органом. Видимо, не случайно в Типовом уставе компетенция Правления была фактически не определена.

При такой системе практически упразднялся постоянно действующий институт контроля собственником (акционерами) деятельности назначенных управляющих. Совет директоров при подобном положении дел не мог выполнять реальные функции контроля над Правлением в интересах акционеров, ибо оба органа переплетены между собой и оба действуют под руководством генерального директора. По существу, в АО имелись два подразделения генеральной дирекции корпорации, и на предприятиях зачастую недоумевали, зачем иметь два дублирующих органа, если их вполне можно объединить в один. На практике обычно руководители линейных подразделений и основные заместители директора (по производственным вопросам, по экономике) образовывали Совет директоров, а руководители функциональных подразделений (главный инженер, главный энергетик и т.д.) - Правление. Вряд ли такое формальное разделение сотрудников аппарата было способно повысить эффективность управления и контроля в АО.

Практическим итогом такого подхода, во-первых, стала ситуация, когда старая производственная структура управления сохраняется и довлечет над слабыми (или, точнее, подчиненными) формами, типичными для АО. Общие собрания носили формальный характер, на них решались преимущественно производственные и социальные вопросы и лишь в небольшой мере финансовые.

Во-вторых, бывший генеральный директор государственного предприятия становился неограниченным властителем и в новом АО, не только оставаясь генеральным директором, но и возглавляя Совет директоров. По сути, генеральный директор сосредоточивал в своих руках управление и капиталом, и производством. Контролируя не только Совет директоров и Правление, но через них значительный пакет акций, сохраняя влияние на персонал, также имеющий немалое число акций, генеральный директор еще более укреплял свое положение фактического хозяина корпорации. При этом, в рамках имевшегося законодательства, ответственность (санкции) за результаты своего руководства практически отсутствовала.

К середине 90-х гг. стало очевидно, что действовавшая нормативная база начала реально сдерживать развитие корпоративного сектора, рынка ценных бумаг, приток инвестиций. Она была пригодна как промежуточная модель для 1991-1994 гг., но уже не годилась для тех условий, которые сложились в пост-приватизационный период.

С 1 января 1995 г. основой законодательной базы в области АО и ценных бумаг стала часть первая Гражданского кодекса РФ, предметом регулирования которого является в том числе АО как организационно-правовая форма коммерческой организации и ценные бумаги как объекты гражданских прав²¹.

Вместе с тем, кодекс содержит лишь самые общие нормы регулирования АО. Он определяет лишь общую структуру управления АО, устанавливает минимальный набор функций, относящихся к исключительной компетенции общего собрания. В отношении деталей в нем дается отсылка либо к базовому закону об АО, либо к имеющемуся приватизационному законодательству.

В отличие от утратившего силу закона о предприятиях (за исключением ст. 34 и 35), введено четкое разграничение закрытого АО и общества с ограниченной ответственностью²². Трехзвенная система управления

²¹ В отношении ценных бумаг была предпринята попытка одновременно решить следующие проблемы: (1) расширить по сравнению с Постановлением № 78 (которое регулировало лишь акции и облигации) предусмотренный законом перечень видов ценных бумаг; (2) пересмотреть некорректное определение акции, содержащееся в Постановлении № 601, в соответствии с которым акция удостоверяет право собственности на долю уставного капитала акционерного общества, а не обязательственное право требования акционера к обществу; (3) остановить спонтанный процесс появления новых типов ценных и квази-ценных бумаг. Тем не менее кодекс по сути повторил определение, данное в "Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик": ценной бумагой является документ, удостоверяющий имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении (ст. 142). К ценным бумагам отнесены: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги (ст. 143). Этот перечень не является закрытым, однако появление новых типов ценных бумаг отныне возможно лишь на основе законодательства. Следуя сложившимся юридическим традициям, кодекс допускает существование акций лишь в форме именной ценной бумаги. Кодекс также не признает "бездокументарные" акции (в виде записей на счетах) самостоятельным видом ценной бумаги, рассматривая их лишь как особый способ фиксации прав акционеров (ст. 149) наравне с ведением реестра акционеров в специальных книгах. См.: Комментарий..., 1995.

²² В силу российской правовой специфики крайне трудно подыскать прямые терминологические аналоги понятиям "закрытое АО" и "открытое АО" в западных правовых концепциях. В содержательном плане имеет смысл исходить из определений Гражданского кодекса РФ (ст. 97) и Закона РФ "Об акционерных обществах" (ст. 7). Согласно этим документам, между открытым и закрытым АО различие состоит в: (1) наличии у акционеров права отчуждать принадлежащие им акции без учета преимущественного права покупки со стороны других акционеров; (2) наличии у АО права проводить открытую подписку на свои

предусмотрена для крупных АО с числом акционеров более 50. Помимо общего собрания в таких обществах действует Совет директоров, который, в отличие от Постановления № 601, призван представлять интересы акционеров и исполнительным органом не является. Исполнительная дирекция, в свою очередь, имеет “остаточную” компетенцию.

Вместе с тем, с экономической точки зрения, положения части первой Гражданского кодекса об АО не обеспечивают выполнения АО своей основной задачи - быть организационно-правовой формой привлечения капиталов в экономику. По оценке Международного института развития правовой экономики, это связано с: (1) отсутствием последовательности в применении принципа ограниченной ответственности юридического лица, что создает для акционеров дополнительные неконтролируемые риски (так, в соответствии с ч. 3 ст. 56 ГК РФ на акционеров, которые имеют возможность определять действия АО, может быть возложена субсидиарная ответственность по обязательствам АО при банкротстве, если оно вызвано действиями акционеров); (2) отсутствием механизма для своевременного привлечения необходимого капитала (сложности в привлечении капитала заключаются в необходимости внесения изменений в устав АО для выпуска дополнительных акций и установлении ограничений на выпуск облигаций); (3) недостаточной защите

акции и осуществлять свободную продажу; (3) количестве акционеров (число акционеров закрытого АО не может превышать 50).

При этом в новом ГК ликвидирована имевшая место ранее аналогия между “товариществом с ограниченной ответственностью” и закрытым АО. Согласно ст. 66, хозяйственными товариществами (полное товарищество и товарищество на вере или командитное) и обществами (АО, общество с ограниченной ответственностью, общество с дополнительной ответственностью) признаются коммерческие организации с разделенным на доли (вклады) учредителей (участников) уставным (складочным) капиталом. Общий признак товариществ и обществ - наличие уставного капитала и право собственности общества (товарищества) на имущество (участники же имеют обязательственные права в отношении этих обществ или товариществ). Различие состоит в: (1) общество может быть учреждено 1 лицом, а товарищество не может в силу необходимости договора; (2) общество - это объединение капиталов, товарищество - объединение лиц; (3) товарищества детально регулируются самим ГК, тогда как для АО и ООО имеется отсылка к специальному закону.

Что касается различия между закрытым АО и ООО (в терминологии нового кодекса), то она в равной степени применима и к открытому АО и сводится к следующему: (1) уставный капитал ООО разделен на доли участников, уставный капитал АО - на акции, т.е. обязательственные права акционера фиксируются определенным способом и оформляются как ценная бумага; (2) отсюда вытекает более упрощенный для акционера способ размещения и переуступки данных прав, тогда как в ООО переуступка доли юридически намного сложнее; (3) участник ООО, в отличие от акционера, имеет абсолютное право выхода из общества (т.е. в любое время и независимо от согласия других участников).

прав акционеров, от уровня которой в конечном итоге зависит и возможность привлечения капитала в АО²³.

Важнейшим событием в сфере корпоративного законодательства стало принятие в 1995 г. и вступление в силу с 1 января 1996 г. федерального закона “Об акционерных обществах”²⁴. Отныне все приватизированные предприятия, доля государства в уставном капитале которых ниже 25% и у которых истек срок действия планов приватизации, подпадают под действие общего законодательства об АО.

Среди важнейших положений закона выделим лишь несколько:

- модифицированы процедуры, полномочия и исключительная компетенция собрания акционеров (наиболее существенно - собрание не имеет права решать любые вопросы деятельности АО);

- предусмотрен значительный объем полномочий и исключительная компетенция совета директоров АО;

- ежегодное переизбрание всех членов совета директоров (но при возможности неограниченного числа переизбраний);

- возможность досрочного прекращения полномочий члена совета директоров;

- члены коллегиального исполнительного органа АО не могут составлять большинство в совете директоров, а лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа АО, не может быть одновременно председателем совета директоров;

- введение для лиц, входящих в органы управления, ответственности (солидарной ответственности) перед АО;

- подтверждена концепция уставного капитала АО, являющегося суммой номиналов размещенных акций АО;

- введено понятие “кумулятивных привилегированных акций” (с отложенной выплатой дивидендов);

- введено понятие “объявленных акций”, которые АО вправе размещать дополнительно к размещенным акциям;

²³ См.: ФКЦБ, 1995.

²⁴ Подробно см.: МИРПЭ, 1996; Тихомиров, ред., 1998; Федеральный закон..., 1996; Black, Tarassova, 1996.

- введено понятие “фонд акционирования работников АО”, который формируется из чистой прибыли;

- сохранено понятие “чистых активов АО”, с величиной которых связаны процедуры уменьшения уставного капитала (если чистые активы меньше уставного капитала) или ликвидации АО (если чистые активы меньше минимально возможного уставного капитала);

- при размещении акций и иных ценных бумаг вводится понятие “рыночной стоимости (цены)”, которая определяется советом директоров;

- специализированный регистратор должен вести реестр акционеров, если число таковых превышает 500 (против 1000 в прежних актах);

- определен срок в 3 дня для внесения записей в реестр акционеров.

Что касается многочисленных новаций, которые направлены на обеспечение защиты интересов акционеров, то они специально рассматриваются в следующем разделе.

В целом содержание данного закона вызвало неоднозначную реакцию.

С одной стороны, по оценкам ряда экспертов, этот закон явно ориентирован на интересы менеджеров предприятий. В этом смысле можно говорить о развитии традиций Постановления N 601 и Указа N 721. С другой стороны, ряд новых положений, предусматривающих различные механизмы защиты прав акционеров и ответственности менеджеров, свидетельствует о том, что данный закон в целом обеспечивает потенциальную возможность соблюдения разумного баланса интересов.

С учетом новых положений о защите интересов акционеров сторонники процедурного (самодостаточного) подхода видят преимущества данного закона в том, что он позволяет создать оппозицию инсайдерам и “использовать интересы значительного по числу акционерного меньшинства в целях обеспечения существенной защиты интересов акционерного меньшинства” (см. следующий раздел).

Другие исследователи, ориентируясь, по-видимому, на запретительные традиции корпоративного права континентальной Европы, отмечают, что “закон рассчитан главным образом на защиту интересов крупных собственников в ущерб правам мелких акционеров и работников акционерных обществ”, а “общая направленность Закона и отдельные его нормы во многих

случаях не обеспечивают, а порой прямо ущемляют права и интересы акционеров, гарантированные Гражданским кодексом РФ” (Тихомиров, ред., 1998, с. 4-5).

Наконец, некоторые юристы - сторонники американского подхода (концепции, заложенной в корпоративных традициях штата Делавэр) - полагают, что в настоящем виде российское открытое АО приспособлено преимущественно для предприятий малого и среднего бизнеса масштабов континентальной Европы. Вместе с тем для российских корпораций, которые по своим масштабам необходимо отнести к корпорациям международного класса. требуется громадная концентрация капитала, которая может быть получена от институциональных и частных источников только при наличии подлинно корпорационной структуры (Батлер, Гаши-Батлер, 1997, с. 42).

Бесспорным преимуществом данного закона является его высокая степень детализации, которая позволяет минимизировать отсылки к другим - подзаконным - документам. Тем не менее современную правовую базу в области корпоративного законодательства можно охарактеризовать как находящуюся на этапе формирования и требующую дальнейшего развития, которое может осуществляться по двум основным направлениям:

- совершенствование ранее принятых нормативных актов;
- принятие новых нормативных актов для заполнения правовых пробелов.

Более того, на современном этапе требуется новый - системный - подход в разработке и обновлении законодательства, и проведение работ по согласованию норм различных отраслей права (административного, гражданского, гражданско-процессуального, уголовного и уголовно-процессуального), регламентирующих деятельность корпораций. Принципиально назрела необходимость уделения должного внимания вопросам исполнения законодательства²⁵.

Базовые документы по АО (постановление № 601 и указ № 721) первой половины 90-х гг. предусматривали лишь стандартный набор **прав акционеров**: право участия в общем собрании, право на дивиденд и на долю в

²⁵ См. также: ФКЦБ (1995): “Проблемы развития рынка ценных бумаг в России.” Доклад Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. М.; ФКЦБ (1997): “Развитие рынка ценных бумаг в России.” Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М.

имуществе при ликвидации АО. Методические рекомендации Госкомимущества РФ по применению Основных положений от 22 июля 1994 г., которые аккумулировали важнейшие действующие нормы законодательства 1993-1994 гг., содержали три запрета в интересах акционеров:

- на эмиссию дополнительных акций, если более 25% уставного капитала АО находится в государственной собственности (ранее - более 10%);

- на увеличение уставного капитала АО путем изменения номинальной стоимости ранее выпущенных акций (в том числе в связи с переоценкой основных фондов предприятия) до продажи 90% первоначально выпущенных акций;

- на куплю-продажу, передачу, обмен долями (акциями) между юридическими лицами, в уставном капитале которых доля государства превышает 25%.

Со вступлением в силу закона РФ “Об акционерных обществах” можно говорить о некотором позитивном правовом сдвиге (см. также таблицу 1 Приложения). С точки зрения защиты интересов акционеров (прежде всего миноритарных внешних) наиболее важными новациями закона являются:

- право требовать созыва внеочередного собрания для акционера (акционеров), имеющих не менее 10% голосующих акций (в Польше, например, также 10%, но с правом снижения этого барьера)

- обязательное кумулятивное голосование при выборах совета директоров в АО с числом акционеров более 1000;

- право акционеров, владеющих не менее чем 1% размещенных обыкновенных акций (или самого АО), обратиться в суд с иском к членам совета директоров или правления о возмещении убытков, причиненных обществу;

- право голоса для владельцев привилегированных акций в некоторых случаях;

- введен институт “независимых директоров” (ст. 83), к которым относятся члены совета директоров, не являющиеся единоличным исполнительным органом АО или членом коллегиального исполнительного органа, если при этом его близкие родственники не занимают должностей в органах управления АО;

- вслед за Гражданским кодексом РФ (ст. 100) зафиксировано преимущественное право акционеров-владельцев голосующих акций приобретать дополнительно размещаемые АО акции пропорционально количеству принадлежащих им голосующих акций АО (ст. 40) для сохранения неизменной их доли в уставном капитале АО, если это предусмотрено уставом АО и предполагается открытая подписка с оплатой деньгами²⁶;

- введено право акционеров требовать от АО выкупа принадлежащих им акций по “справедливой” рыночной цене (определяемой независимым оценщиком-аудитором), в случаях реорганизации, совершения крупных сделок или изменений в уставе АО с последующим ухудшением правового положения акционеров (ст. 75-76). При этом для АО введен лимит на такой выкуп в размере 10% его чистых активов²⁷;

- введено понятие “крупных сделок (ст. 77-79), предметом которых является имущество стоимостью более 25% балансовой стоимости активов АО или размещение обыкновенных (конвертируемых) акций, составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций (при стоимости имущества до 50% стоимости активов необходимо единогласное решение совета директоров, свыше 50% - 3/4 голосов акционеров);

- впервые предусмотрено (в основном для создания препятствий скупки контрольного пакета), что при приобретении 30% и более обыкновенных акций АО соответствующее лицо (аффилированные лица) обязано сделать акционерам АО предложение продать их обыкновенные акции по цене не ниже средневзвешенной цены приобретения акций АО за последние 6 месяцев перед покупкой 30% и более (ст.80);

- введено понятие “заинтересованности в совершении сделки”, определены перечень “заинтересованных лиц” (члены совета директоров,

²⁶ Например, это право было реализовано при увеличении уставного капитала за счет дополнительных эмиссий акций (в связи с переоценкой основных фондов 1995 г.) в ряде энергетических АО - “Красноярскэнерго”, “Саратовэнерго”, “Архэнерго” и др.

²⁷ Впервые эта норма была введена указом Президента РФ № 784 от 31 июля 1995 г. “О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров” (который также внес изменения в указ “О мерах по обеспечению прав акционеров” № 1769 от 27 октября 1993 г.). Практика ее применения пока не известна, хотя как возможный шаг рассматривалась, например, банком “Российский кредит” в ходе конфликта с руководством Лебединского горно-обогатительного комбината.

правления и др. с учетом аффилированных лиц) и их обязанности перед АО (ст. 81-82);

- введены более жесткие требования к раскрытию информации в интересах акционеров и “соучастников” корпорации.

Последняя проблема имеет принципиальное значение для дальнейшего развития национальной модели корпоративного управления. В целом концепция раскрытия информации (гласности) лежит в основе всех представлений о введении общественного и рыночного саморегулирования и является центральной в обеспечении общественной и рыночной стабильности.

Система раскрытия информации необходима для того, чтобы участники рынка были информированы о действиях друг друга, чтобы они принимали решения, основываясь на своих оценках реальных фактов, а не опираясь на догадки, слухи и домыслы. Инвестор, который не получит подробной и точной информации о том, на какие цели его деньги будут потрачены, каковы финансовые успехи и промахи объекта его предполагаемых инвестиций, отдаст их туда, где не от него не скрывают информацию, а, наоборот, предоставляют ее для того, чтобы он принимал адекватные ситуации решения. Нет раскрытия информации - нет инвестиций. Поэтому создание системы раскрытия информации жизненно важно как для оживления внутреннего инвестиционного климата, так и для повышения привлекательности российского рынка ценных бумаг для иностранных инвестиций.

Суть принципа прозрачности рынка может быть определена:

- во-первых, как доступ к стандартизированной информации о финансовом состоянии, методах управления и работе эмитентов, ценные бумаги которых продаются на открытом рынке²⁸;

- во-вторых, как та степень, в которой информация о торговых сделках (котировки, цены и объёмы) открывается широкой публике сразу после выставления котировки или по завершении торговой сделки²⁹.

²⁸ Рынок, который “полностью” прозрачен, раскрывает следующую **информацию в реальном времени о ценной бумаге**: (1) точная информация о размере и цене торговой сделки: твёрдые котировки в типичных размерах и открытые (неисполненные) приказы-распоряжения клиента с заранее обозначенными ограничениями, как по наилучшей цене покупки и продажи, так и за пределами таких котировок (так называемая прозрачность “до заключения торговой сделки” (“pre-trade” transparency); (2) цена и объём завершённых сделок на всех рынках, торгующих данной ценной бумагой.

Обязательное раскрытие стандартизированной информации обо всех компаниях, акции которых обращаются на рынке, выполняет следующие функции:

предоставляет инвесторам информацию, необходимую для принятия взвешенного решения, что способствует росту эффективности рынка и увеличению объемов инвестиций;

снижает затраты на получение необходимой информации об эмитенте, что также способствует росту эффективности рынка;

позволяет осуществлять инвестиции тем российским и зарубежным инвесторам, у которых существуют строгие стандарты инвестирования, запрещающие инвестировать в компанию, если она не раскрывает информацию о себе на регулярной основе;

защищает инвесторов от мошенничества, препятствует случаям использования конфиденциальной информации инсайдерами и разрешает проблему конфликта интересов, обеспечивая общественный контроль за действиями руководства предприятия;

стимулирует конкуренцию между предприятиями, раскрывая информацию о предприятиях и оценивая их достижения, и тем самым способствует укреплению эффективности рынка;

защищает клиентов и кредиторов тех компаний, которые должны раскрывать финансовую информацию, предоставляя этим лицам информацию, позволяющую им принять решение: стоит ли им иметь дело с данной компанией;

повышает добросовестность и ответственность руководства предприятий.

Вместе с тем западная практика показала, что обязательное раскрытие информации - это обоюдоострый меч для рынка. Принудительное раскрытие информации резко ограничивает право на частную жизнь, на коммерческую

²⁹ В большинстве случаев обязательное раскрытие **информации о компании** осуществляется путем требования публичного допуска к следующим документам и регулирования формы и метода использования этих документов: учредительные документы и другая регистрационная информация, проспект эмиссии или другие документы по эмиссии, заявки на листинг ценных бумаг на биржах или внебиржевых торговых рынках, обращения за доверенностями к акционерам в связи с годовыми собраниями акционеров, годовая и промежуточная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с рекомендуемыми стандартами бухгалтерской отчетности и проверенная независимыми аудиторами. В дополнение

тайну. В частности, на рынке ценных бумаг раскрытая информация часто используется не для анализа инвесторами, а для анализа конкурентами. В силу этого при введении соответствующих норм регулирования важно соблюдать разумный баланс между коммерческой тайной и необходимым объемом раскрываемой информации.

Существуют по крайней мере два фактора, которые должны побуждать руководителей предприятий к раскрытию информации - "инвестиционный" и "законодательный".

Массовая приватизация в России привела к формированию более 30 000 открытых акционерных обществ, которые встали на путь самостоятельного развития в условиях рыночной экономики. Устаревшее оборудование и технологии зачастую не позволяют предложить потребителям продукцию, отвечающую современным мировым стандартам, и эффективно конкурировать с зарубежными производителями. С особой остротой встает вопрос об инвестициях в модернизацию и развитие. Предприятия начинают раскрывать информацию о себе, прежде всего, под воздействием потребности в таких инвестициях (см. также тему 17).

Вместе с тем сами по себе правовые защитные механизмы (против прежде всего злоупотреблений менеджеров или при поглощениях), хотя и соответствуют общепринятым стандартам, вступают в противоречие с реальной практикой. Гораздо труднее добиться защиты своих прав на практике, даже если буква закона не подлежит никаким интерпретациям. В этой связи общей и принципиально важной проблемой для всех без исключения стран с переходной экономикой является проблема исполнения законодательства. По многим объективным и субъективным причинам ее решение в подавляющем большинстве стран находится на начальной стадии.

Следует отметить и дестабилизирующее значение некоторых правовых решений в области прав акционеров для притока инвестиций. Наиболее ярким примером является принятие федерального закона от 07.05.98 N 74-ФЗ "Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации "Единая энергетическая система России" и

большинство крупнейших компаний добровольно раскрывают дополнительную информацию в форме общения с акционерами (годовой отчет и др.).

акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности" (принят ГД ФС РФ 20.06.97). В соответствии со ст. 3 установлено, что в собственности иностранных государств, международных организаций, иностранных юридических лиц, а равно их аффилированных российских юридических лиц, иностранных физических лиц может находиться до 25 процентов всех видов акций РАО. При этом на момент принятия закона в иностранной собственности уже находилось около 30% акций РАО.

По некоторым оценкам, принятие этой квоты, гипотетически означающей требование национализации определенного пакета акций, стало одним из ключевых факторов падения фондового рынка России в мае 1998 г. Показательно, что этот фактор был в сущности психологическим, ибо легальное доведение доли иностранцев до требуемой было малореальным. Так, существует только один легальный способ снижения этой доли - дополнительная эмиссия, которая возможна лишь после решения общего собрания (у иностранцев - блокирующий пакет, у правительства - контрольный), затем - регистрация этой эмиссии в ФКЦБ, которая имеет основания в отказе в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

Текущее регулирование в области защиты прав акционеров можно условно разделить на две части: оперативная реакция на действия конкретных эмитентов и подготовка специальных нормативных документов, регулирующих те или иные конкретные вопросы защиты акционеров.

Так, например, в феврале 1998 г. ФКЦБ предприняла ряд мер против нефтяной компании "СИДАНКО": признан несостоявшимся выпуск конвертируемых облигаций, который мог бы изменить структуру акционеров компании в ущерб иностранным портфельным инвесторам. В отношении дочерних компаний НК "ЮКОС" - "Юганскнефтегаз" и "Самаранефтегаз" ФКЦБ потребовала привести в соответствие с законом решения общих собраний акционеров, не учитывавшие интересы и права мелких акционеров. ФКЦБ предпринимала также ряд мер против политики разводнения уставного капитала в ущерб части акционеров в других российских АО.

Также ФКЦБ отказала НК "Сибнефть" в регистрации эмиссии 500 млн. акций, предназначенных для обмена на акции дочерних предприятий "Ноябрьскнефтегаз" и "Ноябрьскнефтегазгеофизика" в рамках перехода

компании на единую акцию. В основе конфликта лежит протест представителей иностранных портфельных инвесторов “Ноябрьскнефтегаз” (июнь 1998 г.) по поводу предлагавшегося коэффициента обмена акций. Порядок размещения эмиссии должен быть определен на внеочередном собрании акционеров.

В 1998 г. принята ряд нормативных документов, направленных на защиту прав акционеров:

- постановление ФКЦБ № 8 от 20 апреля 1998 г. “Об утверждении положения о порядке проведения общего собрания акционеров путем проведения заочного голосования и внесении дополнений в положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг” (урегулированы вопросы участия в собрании владельцев привилегированных акций при невыплате им дивидендов и др.);

- постановление ФКЦБ № 9 от 20 апреля 1998 г. “Об утверждении положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки и о внесении изменений и дополнений в стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 г. № 19” (отмечено исключительное право общего собрания акционеров принимать решение о размещении, введен срок, в течение которого акционеры могут приобрести размещаемые акции (месяц), урегулированы некоторые вопросы крупных сделок и сделок, в отношении которых имеется заинтересованность, требования касательно информирования акционеров о решении и итогах размещения).

Суть последнего документа состоит в упреждении возможных нарушений при размещении акций и других ценных бумаг АО во избежание конфликтов, начинающихся уже по итогам размещения. Документы блокируют также ряд других приемов, направленных на ущемление прав мелких акционеров.

Вместе с тем и существующая нормативно-правовая база, предусматривающая ответственность участников рынка ценных бумаг, пока фрагментарна и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов. Успешная борьба с данными нарушениями возможна только при помощи мер

административной и уголовной ответственности. Среди важнейших “белых пятен” необходимо отметить:

- не определены четкие санкции, которые могут применяться в случае безлицензионной деятельности, выпусков суррогатов ценных бумаг (публичное размещение ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию);

- не созданы пока юридические механизмы для установления, предупреждения и пресечения мошенничества;

- нет четкого регулирования отношений, связанных с инсайдерскими сделками;

- сохраняется проблема предотвращения (пресечения) манипулирования ценами на рынке;

- на начальной стадии находится регулирование сделок между аффилированными лицами.

2.4. Оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления в России

Именно слабая инфраструктура исполнения законодательства (суды, юристы, бухгалтеры, аудиторы, коррупция) и слабая “внешняя” среда для принуждения менеджеров к исполнению норм корпоративного права (рынок капиталов, угроза банкротства, прозрачность информации и т.д.) являются стимулом для разработки специфических правовых моделей корпоративного законодательства (World Bank, 1996, p. 91).

В целом с точки зрения защиты инвесторов некоторые исследователи выделяют следующие модели корпоративного закона:

- “запрещающая” для США и Великобритании в к. XIX века, современной континентальной Европы, включая страны с переходной экономикой, в силу слабого рыночного контроля;

- “разрешающая” для Великобритании, США, Южной Африки;

- “самодостаточная” для России (по закону 1995 г., хотя авторы Гражданского кодекса РФ использовали элементы запрещающего подхода из прошлого опыта США и России), многих государств бывшей Британской империи;

- “смешанная” для большинства развивающихся стран (см. таблицу 2 Приложения)³⁰.

Конечно, запрещающая, самодостаточная и разрешающая модели являются идеальными типами. Запрещающая модель прямо накладывает запрет на совершение компанией определенных действий, которые допускают возможность противоправного поведения, такие как сделки, в совершении которых имеется заинтересованность, реорганизация в форме слияния (когда выкупаются акции только одного из реорганизуемых обществ, а не акции общества, образующегося в результате слияния). Запрещающие законодательные акты страдают серьезными недостатками даже в развивающихся экономиках:

- ограничивают свободу выбора менеджеров в принятии потенциально законных коммерческих решений;

- многие формальные запреты теряют смысл по мере того, как практики находят пути их обойти (классическим англо-американским примером является отмирание защитной функции уставного капитала, которое последовало вслед за предложением акций низкой номинальной стоимости)³¹;

- с течением времени строгие прямые запреты будут иметь тенденцию к смягчению законодателем в целях удовлетворения коммерческих потребностей или политических требований менеджеров (так, например, в России, уже имеющей большое число акционерных обществ, контролируемых менеджерами, было бы политически наивным ожидать от законодателя запрета на заключение всех сделок, преследующих личные корыстные устремления);

- запрещающие законодательные акты требуют существенного судебного или административного участия и виртуозной судебной интерпретации.

Разрешающая модель, в которой остается много правовых пробелов (на усмотрение самой компании) в силу специфики прецедентного права и рыночных механизмов контроля, характеризует современное законодательство

³⁰ Здесь и далее описание указанных моделей и перевод терминов основаны на следующих источниках: Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Naу, 1996; Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997. Авторы переводят понятие “self-enforcing model” в широком смысле как “самодостаточная модель”, полагая, что “самообеспечение исполнения” (т.е. “self-enforcement” в строгом смысле) как добровольность исполнения есть важная, но не исключительная черта данной модели закона об АО.

³¹ См.: Clark, 1986, § 14.3.

о компаниях США и Великобритании. Принято считать, что движущей силой становления разрешающего законодательства о компаниях в США была ценность гибкости в действиях управляющих при заключении сделок, что в конечном счете важно и для акционеров.

Различия между самодостаточной моделью и разрешающей (позволяющей) моделью заключаются в “степени”³². Самодостаточный подход содержит большее число и более жесткие предписания, поскольку он перемещает центр тяжести на цели защиты интересов внешних инвесторов против противоправного поведения инсайдеров и предотвращения скандалов, нежели на максимальное увеличение гибкости в осуществлении коммерческой деятельности.

В качестве модели, специфической для условий переходной экономики в России, выделяется “самодостаточная” модель корпоративного управления. Смысл такой модели состоит в том, чтобы дать более или менее заметным миноритарным акционерам возможность защищаться от контролирующих ситуацию инсайдеров (менеджеров-акционеров) не через существенные требования, а путем использования требований формального характера - структурных и процедурных (правила голосования, удобные для мелких акционеров, независимые директора, обладающие рядом прав, кумулятивное голосование, процедуры защиты акционеров при поглощении и др.).

При этом самодостаточная модель основывается на следующих предпосылках:

- закон, который работает в условиях развитой рыночной экономики, в условиях неразвитого рынка не позволит достичь разумного баланса между: (а) гибкостью в деятельности менеджеров АО с тем, чтобы реагировать на быстро изменяющиеся условия осуществления предпринимательской

³² Например, как отмечают авторы самодостаточной модели, российский закон об АО требует, чтобы решение о приобретении или отчуждении имущества, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов общества, принималось общим собранием акционеров. При этом, балансовая стоимость не является надежным показателем значительности сделки. Более того, установленный в процентных показателях критерий будет в ряде случаев излишне завышать требование (тем самым затруднять совершение сделок, поскольку потребуется проводить голосование акционеров без достаточных на то оснований), а в других случаях - занижать (тем самым внимание акционеров не будет привлечено к совершению сделок, существенно затрагивающих их интересы). Однако указанное правило является более ясным для применения, нежели требование разрешающего закона, что общее собрание

деятельности; (б) необходимостью низкозатратного доступа АО на рынки капиталов; (в) стремлением крупных инвесторов контролировать действия управляющих, связанные с использованием их инвестиций; (г) потребностью в обеспечении защиты прав мелких инвесторов от действий управляющих и крупных инвесторов, совершаемых в личных корыстных интересах последних;

- закон, который работает в условиях развитой рыночной экономики, как регулятор играет относительно незначительную, подчас “тривиальную” роль, тогда как в условиях неразвитого рынка значение такого закона намного выше с учетом отсутствия таких регуляторов мотиваций менеджеров, как общие правовые, рыночные и культурные традиции;

- законы о компаниях в экономически развитых государствах развивались одновременно с поддерживающими их правовыми институтами (например, в США при оценке разумности защитных мер против поглощения компаний или в оценке добросовестности сделок, при совершении которых имеет место конфликт интересов управляющих суды могут вынести решения буквально в течение суток с тем, чтобы судебные проволочки не свели на нет заключение сделок).

Соответственно самодостаточная модель характеризуется следующими основными чертами (большинство из них в той или иной мере нашли отражение в Законе об АО 1995 г.):

- обеспечение исполнения, насколько это максимально возможно, через деятельность непосредственных участников коммерческой организации (акционеров, директоров и управляющих), нежели через “косвенных” участников (судей, чиновников органов государственного управления, юристов, бухгалтеров или прессу, публикующую финансовую информацию);

- более высокий уровень защиты внешних акционеров по сравнению с принятым в экономически развитых государствах как реакция на фактор наличия значительного числа контролируемых “инсайдерами” АО и слабость иных механизмов, позволяющих предотвратить личные корыстные устремления управляющих и акционеров, обладающих контролем;

акционеров должно принимать решение по вопросам об отчуждении “значительной части” активов (Delaware General Corporate Law § 271 (1991)).

- основной упор на защитные меры процедурного характера, такие как одобрение совершаемых сделок независимыми директорами, независимыми акционерами или и теми, и другими вместе, вместо введения категорических запретов на совершение сомнительного рода сделок (т.е. баланс между необходимостью обеспечения защиты интересов акционеров и свободы в принятии решений при осуществлении коммерческой деятельности);

- создание таких правовых норм, которые менеджеры и крупные акционеры сочтут разумными и будут добровольно им следовать (например, менеджеры могут обойти категорический запрет на заключение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, но должны выполнить процедурное требование об одобрении сделки акционерами, и, соответственно, сделать указанную сделку более “интересной” для акционеров с тем, чтобы гарантировать одобрение и избежать ненужных проволочек);

- частичная защита и самых мелких акционеров в том смысле, что всем без исключения акционерам выгодно, если крупные внешние акционеры в своих интересах смогут контролировать процесс управления и личные корыстные устремления менеджеров (хотя, к примеру, право кумулятивного голосования или право требовать оценки и выкупа своих акций наиболее мелкие акционеры вряд ли будут использовать; точно также вряд ли они смогут предотвратить сговор или скрытые финансовые потоки между менеджерами и крупными внешними акционерами);

- использование, где это только возможно, четко и ясно сформулированных простых правил, нежели более размытых (для интерпретации) стандартов для определения законного и противоправного поведения;

- механизмами обеспечения исполнения являются преимущественно сочетание правил голосования и прав, связанных с совершением сделок.

Основные требования к правилам голосования заключаются в следующем:

- введение одного класса голосующих обыкновенных акций и принципа голосования “одна акция - один голос” с тем, чтобы не допустить приобретения инсайдерами права голоса непропорционально их имущественному участию в капитале АО акционерного общества;

- одобрение акционерами (включая в отдельных случаях квалифицированное большинство голосов или большинство голосов внешних акционеров) решений о реорганизации, о совершении крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность;

- одобрение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, большинством голосов независимых директоров;

- обязательное проведение кумулятивного голосования при избрании директоров, которое позволяет значительному по числу акционерному меньшинству избрать “своих” директоров (указанное право гарантируется использованием принципа: одна обыкновенная акция - один голос; и также установлением требования к минимальному количественному составу совета директоров и годовым сроком полномочий членов совета директоров);

- единый список кандидатов в члены совета директоров, включенный в единый “универсальный” бюллетень для голосования, при обеспечении совету директоров и крупным акционерам возможности выдвинуть своих кандидатов;

- правильность подсчета голосов обеспечивается за счет относительной конфиденциальности голосования и неподконтрольного подсчета голосов, в то время как содержание принятых решений в значительной степени обеспечивается обязательными требованиями по раскрытию информации;

- качество информации, предоставляемой акционерам, может быть гарантировано за счет введения обязательных правил по раскрытию информации и кумулятивного голосования, которое облегчает крупным акционерам доступ к информации об акционерном обществе (до тех пор, пока внешние акционеры обладают количеством акций, достаточно большим для избрания своих собственных представителей, кумулятивное голосование способствует распространению информации и обеспечивает то, что по крайней мере хотя бы отдельные директора будут на деле представлять интересы акционеров);

- иные меры, направленные на обеспечение “честного” голосования, такие как использование независимого регистратора для учета сделок с акциями и независимого подсчета голосов (в АО с числом владельцев голосующих акций свыше 100 создается счетная комиссия, количественный и персональный состав

которой утверждается общим собранием акционеров по предложению совета директоров).

При совершении АО сделок акционерам также предоставляются определенные права, в том числе уже указанные выше: преимущественное право акционеров на приобретение дополнительно размещаемых акций (хотя и не обязательное - в зависимости от устава АО); право требовать оценки и выкупа акций, в соответствии с которым акционерам, не голосовавшим за осуществление реорганизации или заключение крупной сделки, предоставляется право требовать выкупа принадлежащих им акций по цене, определяемой независимым оценщиком ("оценочные права"); право акционерного меньшинства продать принадлежащие им акции новому владельцу контрольного пакета. К примеру, осуществление права требовать оценки и выкупа акций может упростить и предотвратить занижение цены предложения при выкупе акций путем введения требования об опубликовании цены выкупа, которая будет обязательной при осуществлении акционерами указанного права.

Очевидное различие между самодостаточной моделью применительно к России и англо-американской разрешающей моделью вытекает из специфики подхода к роли акционеров в управлении. Так, российский закон 1995 г. об АО, следуя логике прежнего российского положения об АО, предусматривает, что высшим органом управления общества является общее собрание акционеров (ст. 47). Тем самым акционеры наделяются управленческими обязанностями. Американская правовая доктрина традиционно делает упор на различие между юридическим лицом, которое управляется самими акционерами, и корпорацией, управление которой возложено на должностных лиц и совет директоров корпорации. В соответствии с одним из решений канцлерского суда штата Дэлавер, основной принцип права корпорации Дэлавера состоит в том, что именно совет директоров, а не акционеры и управляющие корпорации, несет обязанность управлять делами корпорации (Батлер, Гаши-Батлер, 1997, с. 25, 34).

Очевидно, что любые прогнозы об успешном использовании этой модели пока беспочвенны, но в любом случае это может расцениваться как прагматичная попытка продвижения институциональной реформы в условиях

многих проблем и ограничений внешней “переходной среды”. Попытаемся теперь ответить на непростой вопрос, **является ли достаточной для переходной экономики рассмотренная “самодостаточная” модель корпоративного управления?**

Сами авторы этого подхода и не скрывают, что применение данной модели призвано только минимизировать исполнение законодательства со стороны государства и чревато несколькими видами издержек:

- голосование акционеров и требования, предъявляемые при совершении сделок, увеличивают расходы и требуют времени (соответственно, решение о том, насколько широко следует применять защитные меры, требует соблюдения баланса между ожидаемыми расходами и выгодами от применения конкретной защитной меры);

- предоставление при принятии решений права вето внешним акционерам или независимым директорам или требование квалифицированного большинства голосов для принятия определенных решений, во-первых, дают крупным внешним акционерам возможность иметь личные выгоды за счет угроз с его стороны заблокировать сделки, которые повысят ценность компании, во-вторых, рациональная апатия мелких внешних акционеров увеличивает влияние более крупных акционеров;

- частичная утрата гибкости при осуществлении коммерческой деятельности.

Вместе с тем существует целый ряд соображений более общего характера, которые свидетельствуют, в частности, в пользу сочетания самодостаточного подхода и интенсивного государственного регулирования в условиях специфических проблем корпоративного сектора переходной экономики.

Во-первых, любая классификация моделей, как и выводы об эффективности той или иной модели в сравнении с другими, достаточно условны. Это связано в первую очередь с тем, что каждая модель функционирует в конкретной национальной среде, где одни и те же стандартные механизмы корпоративного управления будут приводить к различным эффектам.

Приведем простой пример на основе сопоставления результатов двух страновых исследований. Так, одним из выводов по итогам сопоставления

правовых систем 49 стран мира с точки зрения защиты интересов инвесторов стало утверждение о том, что страны “общего права” (по сути США и Великобритания) предоставляют инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, чем это имеет место в странах “гражданской” (романо-германской) правовой традиции. 33

Авторы самодостаточного подхода, напротив, придерживаются той точки зрения, что опыт Великобритании и США свидетельствует о том, что разрешающий закон обеспечивает слабую защиту для меньшинства инвесторов от обладающих контролем инсайдеров, которые намерены их эксплуатировать. Если в обеих из указанных стран общее число злоупотреблений со стороны обладающих контролем инсайдеров не распространено, это происходит отчасти из-за отсутствия возможностей (подконтрольных компаний сравнительно немного), но в основном в связи с наличием многих институтов, ограничивающих личную корыстную заинтересованность инсайдеров. Разрешающим законодательным актам пришлось бы куда как хуже в развивающихся экономиках, где подконтрольные фирмы являются нормой и ограничения неправового характера, накладываемые на “инсайдеров”, слабы.34

Во-вторых, относительно слабое развитие “внешних” механизмов корпоративного контроля в странах с переходной экономикой объективно обуславливает особую значимость механизмов “внутренних”, и прежде всего советов директоров (таблицы 1 и 3).

Во всех странах в системе управления АО предусматривается двухпалатное правление (т.е. правление как исполнительный директорат и совет директоров как наблюдательный или контрольный орган). Чаще всего наличие совета директоров привязано к размеру общества (Россия, Латвия, Польша) или передано на усмотрение акционеров (Болгария, Румыния), однако в некоторых странах двухпалатная система обязательна (Чехия, Венгрия).

³³ См.: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

³⁴ С этой точки зрения неудивительно, что европейские корпорационные законы получили куда меньшее развитие от запрещающей модели в сторону разрешающей, нежели законодательные акты в Великобритании и США. Европейские компании в большей степени имеют тенденцию к подконтрольности со стороны инсайдеров, нежели британские или американские компании, и в европейских странах публичные фондовые рынки куда менее активны, что предполагает более слабый рыночный контроль (см.: Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997).

Применительно к исполнительной дирекции АО первичной задачей в переходной экономике является разрушение идеологии “принципала”, которая характерна для высших менеджеров. Следствием такой идеологии является либо ожесточенная борьба за контроль (в “размытых” или “инсайдеровских” моделях), либо сопротивление новым собственникам.

В этой связи вопросы представительства в органах управления АО внешних акционеров приобретают важное значение. Как видно из таблицы 3 Приложения, в российских АО имеется значительный слой акционеров, которые, участвуя в капитале, не присутствуют ни в каких органах управления. В наибольшей степени это относится к акционерам-работникам АО и внешним акционерам-физическим лицам, в наименьшей - к коммерческим банкам и промышленным предприятиям (поставщикам и смежникам). Последнее не удивительно, ибо обе указанные группы в наибольшей степени могут настоять на своих правах акционеров, пользуясь финансовыми и торгово-экономическими рычагами или просто выступая в качестве дружественных менеджерам акционеров.

Данные о типичном совете директоров в 1995-1996 гг. (таблица 4 приложения) также позволяют сделать вывод о том, что доля внешних акционеров в этом органе управления пока далека от контролирующей (2 места из в среднем 7 мест при кворуме 5). Общее количество мест в советах директоров исследованных АО, занимаемых внешними акционерами, составляло в 1995-1996 гг. 31% от общего числа мест в советах директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось только на 39% обследованных АО в 1996 г.

Ситуация безусловно лучше в тех АО, где установлен совместный мажоритарный контроль несколькими относительно крупными акционерами: в таких АО 4-5 крупных держателей (каждый в среднем владеет 16% акций, все вместе в среднем 65% акций) имеют в среднем 50% мест в совете директоров. В 25% АО с установленным мажоритарным контролем совокупная доля крупных держателей ниже 50% от количества мест в совете директоров. Кумулятивное голосование при выборах в советы директоров применялось на 43% таких АО в 1996 г.

Конечно, любая количественная оценка в данном случае будет достаточно условной, если учесть значительное присутствие среди формальных внешних акционеров компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам АО или дружественным по отношению к ним. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов АО. На практике такие коммерческие предприятия (холдинги) часто представляют собой не что иное, как созданного дирекцией торгового посредника для мобилизации прибыли АО, которая в том числе используется и для выкупа акций АО при приватизации и на вторичном рынке. Аналогичные механизмы хорошо известны, например, в Словении и других странах.

В целом, несмотря на постепенную концентрацию владения акциями и рост доли внешних акционеров в капитале АО (см. тему 20), их роль в управлении АО пока неадекватна их возрастающей доле в капитале АО. Безусловно, по мере увеличения доли аутсайдеров в капитале АО их возможности - в том числе с использованием защитных механизмов закона об АО - будут усиливаться. Тем не менее текущая практика корпоративных отношений (см. данные таблицы 5) свидетельствует в пользу заметной активизации и даже ужесточения мер “внешнего” - государственного - регулирования и защиты прав внешних акционеров.

В этой связи важнейшим фактором становится общая правовая среда деятельности АО и систематизация сопряженных правовых актов - о рынке ценных бумаг, банкротствах, правилах слияний и поглощений, защите инвесторов, инвестиционных институтах, банках и т.д. Не менее важно в специфических условиях переходной экономики введение норм уголовной ответственности должностных лиц эмитентов по крайней мере за наиболее грубые нарушения прав и интересов акционеров.

В-третьих, эффективное регулирование корпоративных отношений требует не только активного правового регулирования происходящих в этой сфере процессов, но и создания системы регулярного контроля, обеспечивающего соблюдение законодательства. Если на ранних этапах развития корпоративного сектора и рынка корпоративных ценных бумаг особое значение имело устранение пробелов в имевшемся фрагментарном

законодательстве, то уже в настоящее время на первый план выходят задачи правового контроля и принуждения к исполнению законодательства.

Проблема заключается в том, что “самодостаточная” роль внутренних механизмов защиты не может усиливаться до бесконечности. Если такие “внешние” механизмы защиты и контроля, как ликвидный рынок и отлаженный механизм банкротства, представлены пока слабо, то многократно усиливается значение не только “внутренних” механизмов контроля, но и исполнения законодательства.

Существующая правовая основа для осуществления надзора за сферой корпоративных отношений, рынка ценных бумаг и защиты инвесторов состоит из следующих элементов:

- федеральные законы (“О рынке ценных бумаг” и “Об акционерных обществах”);

- указы Президента РФ (Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденная Указом Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408; Концепция развития рынка ценных бумаг в РФ, утвержденная Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008; Указ "О мерах по защите прав вкладчиков и акционеров" от 18 ноября 1995 г. № 1157 и др.);

- постановления Правительства РФ (Государственная программа защиты прав инвесторов, утв. постановлением Правительства РФ N 785 от 17 июля 1998 г. “О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 - 1999 годы” и др.);

- нормативные акты ФКЦБ России, в числе которых имеются специальные акты по контролю за рынком ценных бумаг и защите прав инвесторов.

Очевидно, что ни один закон о компаниях не в состоянии охватить весь комплекс корпоративных проблем. Соответственно важнейшим элементом системы исполнения законодательства должен стать государственный регулирующий орган, выступающий полномочным арбитром и решающей инстанцией по спорным вопросам в рамках взаимоотношений субъектов корпоративного управления и контроля.

В-четвертых, есть объективное препятствие для эффективной защиты прав акционеров - продолжение борьбы за контроль в условиях пост-приватизационной трансформации структуры собственности. Именно этот

фактор является решающим для понимания основных проблем как в области защиты прав акционеров, так и - более широко - для оценки перспектив становления российской модели корпоративного управления и модели рынка ценных бумаг (детально эта проблема рассматривается в теме 20).

Заключение

Наиболее общий вывод, который вытекает из проведенного исследования, состоит в том, что Россия не стала каким-либо уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики. Все наиболее характерные тенденции становления модели корпоративного контроля и управления так или иначе характерны и для России.

Существует при этом одна общая и вполне тривиальная закономерность: чем раньше страна вступает на путь масштабной и быстрой приватизации, тем раньше она сталкивается и с проблемами корпоративного управления и контроля, тем более развитым к настоящему времени является соответствующее законодательство (в том числе защита прав инвесторов), тем более активным и развитым является корпоративный сегмент рынка ценных бумаг. Россия, на наш взгляд, при всех имеющихся проблемах находится среди первопроходцев, и - на фоне многих других стран с переходной экономикой - прогресс в этой сфере в России значителен.

Применительно к дальнейшим задачам формирования и регулирования национальной модели корпоративного управления вышесказанное означает очень “простую” на первый взгляд вещь: для формирования и становления такой национальной модели не существует ни “особых препятствий”, ни “особых рецептов”. С большинством из известных проблем сталкиваются все страны с переходной экономикой. Как основные проблемы, так и инструментарий их разрешения хорошо известны в мировой практике. Формирование национальной модели корпоративного управления предполагает (прежде всего от государства) “лишь” осознание следующих необходимых условий (предпосылок) :

- понимание особой роли государства в переходной экономике (как “созидательного разрушителя”);
- понимание длительности этого процесса, сопоставимого со всем переходным периодом;
- необходимость политической воли для создания и исполнения эффективного законодательства и “фильтрации” узкогрупповых интересов любого типа (политических, популистских, криминальных и др.);

- наконец, необходимость не радикальных вмешательств, но ежедневной регулятивной деятельности государства в лице единого органа, способного осуществлять жесткую, централизованную политику.

Конечно, было бы нелепо трактовать вышесказанное в том духе, что национальные модели корпоративного управления идентичны или станут таковыми. Во всех странах важнейшим фактором развития корпоративного управления являются национальные исторические традиции и национальная идеология, своеобразный менталитет и взгляды на социально-экономические отношения.

Ни в одной из стран с переходной экономикой модель корпоративного управления пока не сформирована окончательно и не носит устойчивых черт. Более того, несмотря на признаки концентрации собственности (или, напротив, дисперсии), ни в одной из стран не формируется в явном виде какая-либо из “стандартных” мировых моделей. Тем не менее можно сформулировать две важные тенденции, связанные с продолжительностью преобразований:

- чем раньше страна (предприятие) осуществила первичную приватизацию, тем лучше (при прочих равных условиях) обстоят дела с финансами предприятий и эффективностью в целом;

- чем раньше и “масштабнее” проведена приватизация, тем ранее наступает неизбежная для подавляющего большинства стран стадия перераспределения собственности (борьбы за контроль) и, соответственно, стабилизация прав собственности и модели корпоративного управления.

В подавляющем большинстве стран приватизация не дала каких-либо заметных (в том числе иностранных) инвестиций на предприятия. Это означает усиление нагрузки на формируемую модель корпоративного управления, однако в законодательстве многих стран пока отсутствуют необходимые механизмы (проблемы дополнительных эмиссий, проблема прозрачности, проблемы защиты разных категорий акционеров и др.)

Ни в одной из стран в настоящее время не работают “внешние” механизмы корпоративного управления (контроль финансового рынка и поглощения, банкротства). Такая ситуация особенно характерна не только для стран с концентрированной собственностью, но и для тех стран, в которых сложилась аморфная (непрозрачная) структура собственности. Это означает, что активный

контроль акционеров (голосование) должен стать доминирующей формой (по отношению к пассивному контролю через продажу акций). Это также создает особую нагрузку для “внешних” законодательных и “внутренних” (советы директоров) механизмов корпоративного контроля.

Вопросы как правового регулирования процедурных норм функционирования АО, так и собственно инфраструктуры рынка ценных бумаг также приобретают исключительное значение в контексте проблем перераспределения собственности. Прогресс в преодолении многих из этих проблем в большой мере зависит от объемов и интенсивности государственного регулирования рынка.

Некоторые конкретные рекомендации по различным институциональным аспектам регулирования финансового рынка (инфраструктура, раскрытие информации, инфорсмент) уже представлены выше. Ниже мы рассмотрим тот минимальный набор общих мер, на основе реализации которых можно говорить о формировании в России модели корпоративного управления, ориентированной на защиту прав инвесторов (акционеров).

Согласно Государственной программе защиты прав инвесторов (утв. постановлением Правительства РФ N 785 от 17 июля 1998 г. “О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998 - 1999 годы”), защита прав инвесторов является приоритетом социально-экономической политики в Российской Федерации. В этом направлении за последние два года достигнуты серьезные результаты как в области законодательства, так и в области улучшения практической защиты прав инвесторов. В то же время для привлечения инвестиций в российскую экономику защиту прав инвесторов необходимо поднять на новый уровень

Во-первых, резкая активизация (по сути демонстрация) деятельности по обеспечению прав инвесторов (включая инфраструктурные меры) необходима в условиях текущего финансового кризиса как фактор восстановления инвестиционной привлекательности страны. Очевидно, что полный эффект может быть достигнут только в комплексе с другими антикризисными мерами и урегулированием с инвесторами долговых проблем.

В первую очередь речь идет об использовании существующего инструментария регулирования участников рынка в интересах инвесторов, однако необходимо ужесточение контроля и исполнения законодательства.

Эта задача является по сути антикризисной и носит краткосрочный характер.

Во-вторых, вне зависимости от текущей конъюнктуры существует значительная потребность в систематизации законодательной базы и методов регулирования (защиты инвесторов). Хотя выше отмечалось, что в 1996-1998 гг. в области права и регулирования участников рынка достигнут существенный прогресс, сохраняются такие фундаментальные проблемы, как определенная фрагментарность законодательства; противоречие между имеющимися задачами государственного регулирования и полномочиями государства по их реализации; практика исполнения существующего законодательства.

Эта задача является среднесрочной (хотя бы в силу масштаба и затрат).

В-третьих, институциональные сдвиги в данной области могут стать важным фактором в контексте реформирования мировой финансовой системы по инициативе стран "большой семерки" (реформирование финансовой и бухгалтерской отчетности, прозрачность в отношении инвестиционных рисков, снятие ограничений для движения капиталов и др.). Если в перспективе указанные требования к развивающимся рынкам станут реальным критерием предоставления "антикризисной" финансовой помощи из специальных фондов МВФ, соответствующие преобразования приобретают также макроэкономическое и социально-политическое значение для России.

Вместе с тем это долгосрочная задача с учетом неоднозначного восприятия всего комплекса возможных требований на национальном уровне (причем во всех странах с развивающимися рынками).

С учетом вышесказанного целесообразно ориентироваться на два стратегических этапа реализации институциональных преобразований в рассматриваемой области.

Первый этап, на наш взгляд, должен базироваться на:

- активизация и ужесточение государственного регулирования (централизация регулирующих и контрольных функций, законодательное расширение полномочий регулятивных органов);

- доминирование государственных форм защиты инвесторов (внесение комплекса поправок и принятие новых законодательных актов, система санкций и ответственности, систематический контроль, жесткий информмент).

Очевидно, что речь не идет в данном случае о прямом и постоянном вмешательстве государства: итогом должно быть формирование целостной и гибкой системы контроля, которая состоит из следующих компонентов:

- система регулятивных органов с четко описанными полномочиями и обязанностями, критериями взаимоотношений с участниками рынка, прозрачной иерархией взаимоотношений между собой;

- детальное описание стандартов деятельности участников, прав инвесторов, соответственно типов нарушений;

- широкодиверсифицированная система применяемых санкций, где меры ответственности варьируются от наиболее мягких до самых жестких;

- система обеспечения информационной прозрачности в интересах инвесторов, которую следует понимать двояко: как часть безусловных и детальных стандартов деятельности участников рынка и как разъясняющее дополнение к системе санкций.

Следует заметить также, что текущий финансовый кризис создает максимально благоприятные условия для ужесточения государственного регулирования: если на этапе подъема рынка многоплановые издержки такого вмешательства могли бы быть заметны и достаточно негативны (по крайней мере в виде краткосрочного эффекта), то при почти нулевой активности участников рынка в условиях кризиса это не станет весомым дестабилизирующим фактором, но позволит провести необходимые изменения с минимальными потерями.

Кроме того, речь идет в определенном смысле о подготовительных мерах. Начало второго этапа можно связывать с посткризисным подъемом рынка. В институциональном плане его основой должна стать сформированная на первом этапе и описанная выше система контроля, однако необходимы следующие модификации:

- постепенная либерализация системы государственного регулирования в пользу саморегулируемых организаций участников рынка (при сохранении базовых контрольных функций за регулятивными органами - передача СРО

ряда функций по лицензированию, выработке стандартов деятельности, контролю);

- усиление роли негосударственных форм защиты интересов инвесторов (страховые и гарантийные фонды, третейские суды на основе норм корпоративной и профессиональной этики и др.).

Источники

- Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью. Сборник зарубежного законодательства. Отв. ред. В.А.Туманов. М., БЕК, 1995.
- Афанасьев М., П.Кузнецов, А.Фоминых (1997): "Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994-1996 гг.)". - В: Вопросы экономики, № 5, с. 84-101.
- Батлер У.Э., М.Е.Гаши-Батлер (1997): "Корпорации и ценные бумаги по праву России и США". М., Зерцало.
- Блэк Б., Р.Крэкман, А.Тарасова (1997): "Комментарий федерального закона об акционерных обществах". Рукопись части 1.
- Богатых Е. (1996): "Гражданское и торговое право. От древнего римского к современному российскому". М.: ИНФРА-М.
- Васильев Е.А., ред. (1993): "Гражданское и торговое право капиталистических государств". М.: Международные отношения.
- Всероссийское совещание "О состоянии и перспективах развития акционерных обществ в Российской Федерации". Москва, 10 февраля 1998 г.
- Глушецкий А. (1997): "Общество (товарищество) с ограниченной ответственностью: подводные камни". - В: Экономика и жизнь, № 19, май, с. 30.
- Госкомстат РФ (1999): "Социально-экономическое положение России. 1998 год." М.
- Грэй Ч.В., Р.Дж. Хэнсон (1994): "Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран". - В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.
- Жамен С., Л.Лакур (1993): "Торговое право". М.: Международные отношения.
- Кашанина Т.В. (1995): "Хозяйственные товарищества и общества: правовое регулирование внутрифирменной деятельности". М.: ИНФРА-М.
- Комментарий к Гражданскому кодексу. Ростов-на-Дону, "Феникс", 1995.
- Комментарий к части первой Гражданского кодекса Российской Федерации для предпринимателей. М., Фонд "Правовая культура", 1995.
- Кулагин М.И. (1992): "Предпринимательство и право: опыт Запада". М.: Дело.
- Мейер К. (1996): "Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода". - В: Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. М., с. 23-57.
- МИРПЭ (1996): "Схемы, поясняющие Федеральный закон "Об акционерных обществах". М.: Международный институт развития правовой экономики.
- Приватизация государственных и муниципальных предприятий в России: Сб. документов. В 4-х выпусках. М., Республика, Нива России, 1993-1994.
- Радыгин А. (1994): "Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее". М.: Республика.
- Тихомиров М.Ю., ред. (1998): Комментарий к Федеральному закону "Об акционерных обществах". М.
- "Федеральный закон "Об акционерных обществах". Практический комментарий к применению. М.: Центр деловой информации, 1996.
- ФКЦБ (1995): "Проблемы развития рынка ценных бумаг в России." Доклад Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ. М., июль 1995.
- ФКЦБ (1996а): "Корпоративное управление в Российской Федерации: 1994-1995". Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Весна 1996.
- ФКЦБ (1996б): "Владение акциями компаний и корпоративное управление в Российской Федерации". Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Май 1996.
- ФКЦБ (1997): "Развитие рынка ценных бумаг в России." Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М.
- Чарльзворт Дж. (1958): "Основы законодательства о компаниях". М.
- Шерман Х.Д., Б.А.Бэбкок, Дж. Мазулло (1994): "Три модели корпоративных отношений". - В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.2.
- Aghion Ph., J.Tirole (1996): Real and Formal Authority in Organizations. - In: Journal of Political Economy, 105, pp. 1-29.

- Alchian A.A., Demsetz H.(1972): Production, information costs, and economic organization. - In: American Economic Review, 1972, Vol. 62, N 6, pp. 777-795.
- Arrow K.J. (1974): The limits of organization. New York, Norton, 1974.
- Berle A.A., G.C. Means (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- Black B.S., R.Kraakman (1996): "A Self-Enforcing Model of Corporate Law". Harvard Law Review 109: 1911-1981.
- Black B.S., R.Kraakman, J.Hay (1996): "Corporate Law from Scratch". In: R.Frydman, Ch.W.Gray, A.Rapaczynski eds., Corporate Governance in Central Europe and Russia, vol. 2: Insiders and the State 245-302. Central European University Press.
- Black, B.S., A. S. Tarassova (1996): RF Federal Law On Joint Stock Companies (Translation from Russian)
- Blasi J., M.Kroumova, D.Kruse (1997): "Kremlin capitalism: the privatization of the Russian economy." Cornell University Press-Ithaca.
- Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years. Oxford, 1992.
- Bohm A., ed. (1997): "Economic Transition Report 1996".- Ljubljana: CEEP.N.
- Boyko M., Shleifer A., Vishny R. (1995): Privatizing Russia. -Cambridge MA: The MIT Press.
- Charkham J. (1994): "Keeping Good Company". Oxford, Clarendon Press.
- Clark R.C. (1986): "Corporate Law". Boston, Little, Brown & Co.
- Coase R.H. (1960): The problem of social costs. - In: Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, N 1, pp. 1-44.
- Coffee J.C. (1988): "Shareholders Versus Managers". Oxford University Press.
- Demsetz H., K.Lehn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". Journal of Political Economy, 93, pp. 1155-1177.
- EBRD (1998): EBRD Transition Report 1998.
- Frydman R., Ch.W. Gray, A.Rapaczynski, eds. (1996): "Corporate Governance in Central Europe and Russia". Vol. 1: Banks, Funds and Foreign Investors. Vol. 2: Insiders and the State. Budapest, London and New York: Central European University Press.
- Grossman S.J., O.D.Hart (1982): Corporate financial structure and managerial incentives. - In: The Economics of Information and Uncertainty. Ed. J.J.McCall. Chicago, University of Chicago Press, 1982, pp. 123-155.
- Grossman S.J., O.D.Hart (1986): "The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration". Journal of Political Economy, 1986, Vol. 94, pp. 691-719.
- Hart O.D. (1995): Corporate governance: some theory and implications. - In: The Economic Journal, 1995, Vol. 105, N 430, May, pp. 678-689.
- Hirschman A.O. (1970): Exit, Voice, and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organisations and States." Cambridge: Harvard University Press.
- IET (1992-1999): Annual reports on russian economy. Trends and prospects. Moscow: Institute for the Economy in Transition.
- IET-IRIS (1995): "Secondary Markets for Corporate Control". The Final Report. Moscow: Institute for the Economy in Transition: July 1995.
- La Porta R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, R.W.Vishny (1997): "Law and Finance". HIID, Development Discussion Paper N 576.
- Lin J.Y., J.B.Nugent (1995): "Institutions and economic development". - In: Handbook of Development Economics, 1995, Vol. III, ch. 38, p. 2301-2370.
- North D. (1978): Structure and performance: the Task of Economic history. - In: Journal of Economic Literature, 1978, Vol. 16, September, pp. 963-978
- Phelps E., R.Frydman, A.Rapaczynski, A.Shleifer (1993): Needed mechanisms for Corporate Governance and Finance in Eastern Europe. - In: Economics of Transition. Vol 1, P.171-207.
- Prentice D., P.Holland (1993): "Contemporary Issues in Corporate Governance". Oxford, Clarendon Press.
- Radygin A. (1992): "Spontaneous privatization: motivations, forms and stages".-In: Studies on Soviet Economic Development. Birmingham, Vol.3, N 5, pp. 341-347
- Radygin A. (1995a): "The Russian Model of Mass Privatization: Governmental Policy and First Results".-In: Privatization, Conversion, and Enterprise Reform in Russia. With a forew. by Kenneth Arrow. Boulder, San Francisco, Oxford: Westview Press, 1995, pp. 3-18
- Radygin A. (1995b): "Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets". London: CRCE-The Jarvis Print Group

- Radygin A. (1996a): "Residual Divestiture Following Mass Privatisation: the Case of Russia". OECD Advisory Group on Privatisation, 9th Plenary Session, Berlin, 6-7 May 1996, Room Doc. AGP 9/6
- Radygin A. (1996b): "Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia". Paris, OECD: DAF/FE/MC/EW (96)25, 1996.
- Radygin A. (1997): "Corporate Governance Through the Banks: The Experience of Russia." OECD AGP, 11th Plenary Session, Rome, 18-19 September 1997, Room Doc. DAF/PRIV/AGP/11/1.
- Radygin A. (1998): Corporate Securities Market Development in Russia. - In: Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD, 1998, ch. 9, pp. 161-188.
- Schleifer A., R.W.Vishny (1995/1997): "A Survey on Corporate Governance". Discussion paper 1741, Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, October / Journal of Finance, June.
- Stiglitz J.E. (1994): Whither socialism? The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1994.
- TACIS (1998): Financial Industrial Groups. Обзорный отчет. Ноябрь.
- The World Bank - OECD (1997): "Between State and Market: mass privatization in transition economies." Ed. by Ira W. Lieberman, Stilson S. Nestor, Rai M. Desai. The World Bank-OECD.
- The World Bank (1995a): "Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union. A Comparative Analysis". Ed. by Lieberman I. et al. -Washington: The World Bank, 1995.
- The World Bank (1995b): "Russia. Creating Private Enterprises and Efficient Markets". Ed. by Lieberman I., Nellis J. et al. -Washington: The World Bank, 1995.
- The World Bank (1996): "From plan to market." World Development Report 1996. Oxford University Press.
- Tobin J. (1984): "On the Efficiency of the Financial System". - In: Lloyds Bank Review, 153, pp. 1-15.
- Vassilyev D. (1995): "Privatization in Russia - 1994". In: Privatization in Central&Eastern Europe 1994. Ed. by Andreja Bohm. CEEP Annual Conference Series N 5, pp. 343-385
- Williamson O.E. (1985): "The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting". New York, Free Press.
- World Bank (1998): World Development Report 1998/1999. Knowledge for Development. Washington D.C.
- Wouters H. (1973): "Le droit des societes anonymes dans les pays de la CEE". Bruxelles.

Приложение 1.

Таблица 1. “Стандартные” элементы корпоративного законодательства и их наличие в некоторых странах с переходной экономикой, к концу 1996 г. *

	Россия	Чехия	Венгрия	Болгария	Польша	Румыния
(1) четкое распределение полномочий по принятию решений	слабо	есть	есть	слабо	есть	слабо
(2) структура правления (двухпалатная - т.е. правление и совет директоров)	двухпалатное, если число акционеров выше 50	всегда двухпалатное	всегда двухпалатное	по решению акционеров	двухпалатное, если уставный капитал выше 0,5 млн. злотых	по решению акционеров
(3) назначение (число голосов для выборов) директоров;	более 50%	более 50%	более 50%	более 50%	н.у., часть может быть назначена крупными акционерами	компетенция правления
(4) смещение директоров	более 50%	более 50%	более 50%	более 50%	более 50%	более 50%
(5) контроль за правом голоса (доверенности)**	есть	есть	есть	есть	есть	есть
(6) правила раскрытия информации и аудит;	быстрое развитие стандартов	низкий уровень	высокие стандарты	низкий уровень	высокие стандарты (близки ЕС)	низкий уровень
(7) права миноритарных акционеров:						
(а) преимущественное право покупки акций;	есть	есть	есть	есть	есть	н.д.
(б) квалифицированное (или выше) большинство при важных решениях;	75%	66%	75%	2/3 уставного капитала	может быть 50%, 2/3, 3/4, 4/5	2/3 от 75% кворума
(в) правила поглощений;	есть	нет	есть	нет	н.д.	н.д.
(г) кумулятивное голосование;	есть	н.д.	н.д.	н.д.	есть	н.д.
(д) ограничения на число голосов для 1 акционера	н.у.	могут быть	могут быть	н.у.	могут быть	могут быть
(8) участие занятых в наблюдательном совете	н.у.	1/3-1/2, если число занятых более 50	1/3, если число занятых более 200	н.у.	н.у.	н.у.
(9) минимум для кворума собрания	свыше 50%	30%	свыше 50%	по уставу	н.у.	50%
(10) число голосов на 1 акцию	как правило 1	1	неограничено	1	от 1 до 5	1
(11) - принудительное исполнение этих норм (enforcement).	слабо	слабо	слабо	слабо	слабо	слабо

* н.д. - нет данных, н.у. - не указано в законодательстве. Информация может быть устаревшей.

** реально зависит (а) от правил доступа к реестрам акционеров и (б) перспективам формирования системы депозитариев, сходной с германской (где банки-депозитарии голосуют

за акционеров, не выразивших отношения к поставленным вопросам собрания. Последнее прямо противоположно нормам США, где такие голоса аннулируются). Источники: СЕЕРН, 1992-1997; Грэй, Хэнсон, 1994; Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью. М., 1995.

Таблица 2. Запреты и процедурные требования в корпоративном законодательстве некоторых стран: сравнение моделей *

	Самодостаточная модель: Россия, 1995	Разрешающая модель: ЮАР, 1973	Запрещающая модель: Польша, 1991	Частично самодостаточная модель: Индия, 1956	Смешанная модель: Аргентина, 1988
Прямые запреты					
1. Запрет на размещенные, но невыпущенные акции.	0	0	X	0	0
2. Требование о размещении акций по номинальной стоимости.	0	0	0	0	0
3. Требования к минимальному уставному капиталу.	X	0	X	0	X
4. Ограничения на облигации и привилегированные акции.	0	0	X	0	0
5. Запрет на приобретение размещенных акций.	0	X	X	X	X
6. Запрет на совершение сделок с директорами и иными должностными лицами.	0	0	X	0	0
7. Запрет на приобретение дочерними компаниями акций основных компаний.	0	X	-	X	X
ИТОГО	1	2	5	2	3

	Самодостаточная модель: Россия, 1995	Разрешающая модель: ЮАР, 1973	Запрещающая модель: Польша, 1991	Частично самостоятельная модель: Индия, 1956	Смешанная модель: Аргентина, 1988
Процедурные требования					
1. Принцип голосования: одна обыкновенная акция – один голос.	X	O	O	X	O
2. Пропорциональное представительство в совете директоров.	X	O	O	O	O
3. Возможность досрочного прекращения полномочий директоров без каких бы-то ни было оснований.	X	X	X	X	X
4. Требование об одобрении акционерами сделок с директорами/должностными лицами.	X	O	O	O	O
5. Требование о принятии решения о заключении имеющих значимость сделок значительным большинством голосов.	X	X	X	X	X
6. Обязательное право оценки и выкупа акций при реорганизациях или продаже всех активов.	X	X	O	X	X
7. Голосование акционеров для решения вопроса о приобретении имущества в крупном размере.	X	O	X	X	O
8. Голосование акционеров для решения вопроса о крупных выпусках обыкновенных акций.	X	O	X	O	O
9. Обязательное предоставление преимущественного права.	O	O	X	X	X
10. Право продать акции для акционерного меньшинства при смене контроля.	X	O	O	O	O
11. Тайное голосование.	O	O	O	O	O
ИТОГО	9	3	5	6	4

* В таблице в качестве примера приведены выборочные результаты исследования американских и российских юристов по отдельным аспектам законодательных актов о компаниях 17 стран с развивающейся экономикой. Модели классифицировались в зависимости от соотношения в законодательстве прямых запретов и процедурных требований. Исследованные страны распределены авторами следующим образом:

- самодостаточная модель - Россия (1995);
- разрешающая модель - Южная Африка (1973), хотя исследованный закон намного строже законодательного акта штата Делавэр (США);
- запрещающая модель - Польша (1991), Венгрия (1988), Турция (1956);
- частично самодостаточная модель (многочисленные меры защиты интересов акционеров процедурного порядка при наличии незначительного числа прямых запретов). - Малайзия (1990), Сингапур (1988), Нигерия (1990), Индия (1956), Мексика (1981), Чили (1981), Египет (1981);
- смешанная модель (с достаточно большим числом как процедурных ограничений, так и прямых запретов) - Китай (1994), Аргентина (1988), Бразилия (1991), Ю.Корея (1984), Индонезия (1995), Чехия (1992). Последняя тем не менее тяготеет к запрещающей модели.

Некоторые из **прямых запретов** крайне распространены (10-12 стран): общий запрет (зачастую за некоторыми исключениями) на приобретение компанией размещенных ею акций, ограничение права компаний выпускать облигации и/или привилегированные акции, запрет дочерним компаниям владеть акциями основных компаний, требование в части минимальной капитализации. Только в 3 странах запрещены разрешенные, но не выпущенные акции (хотя ограничения на количество акций и сроки действия разрешения более распространены), и только в 2 странах запрещены сделки между компанией и "инсайдерами". Ни один из законодательных актов не содержит требования, чтобы номинальная стоимость акций была равной цене, по которой акции выпускаются (как это имеет место в России).

Наиболее распространенными **процедурными требованиями**, которые должны быть одобрены акционерами, являются фундаментальные вопросы деятельности компании, такие как реорганизация, ликвидация или рекапитализация. Указанное требование отмечено во всех 17 странах, хотя положения о том, какие акционеры обладают правом голоса, кворуме и большинстве голосов, требуемом для принятия решения, существенно различаются. В 15 странах акционеры вправе досрочно прекратить полномочия директоров, не дожидаясь регулярных перевыборов. В 11 странах законы предоставляют акционерам, несогласным с проведением реорганизации или продажей активов компании, право требовать оценки и выкупа принадлежащих им акций по их рыночной стоимости, а также предоставляют преимущественное право на приобретение акций в случае дополнительной эмиссии акций. В 9 странах для обыкновенных акций введен принцип голосования: одна акция – один голос (девять юрисдикций).

Менее распространены требования об одобрении акционерами крупных выпусков акций (5 стран, включая те, что запрещают разрешенные, но не выпущенные акции) и заключения сделок при наличии конфликта интересов между компаниями и их директорами и иными должностными лицами (5 стран). Два важных требования закона об АО – пропорциональное представительство в совете директоров и право акционерного меньшинства продать принадлежащие им акции при контрольных сделках – отмечены, соответственно, только в 2 и 4 странах. Некоторые из защитных механизмов закона об АО как, например, бюллетень для тайного голосования при избрании членов совета директоров, не предусмотрены ни в одной из изученных стран.

Источник: Блэк, Крэкман, Тарасова, 1997; Black, Kraakman, 1996; Black, Kraakman, Hay, 1996.

Таблица 3. Представительство различных акционеров в органах управления АО, 1996 г. *

	Участие внешних акционеров в органах управления АО, в% от числа ответивших				Представительство в управлении АО и участие в капитале АО, число предприятий	
	Член исполнительной дирекции	Член совета директоров	Член ревизионной комиссии	Активное участие без представительства	Представительство в управлении без участия в капитале	Участие в капитале без представительства в управлении
Банки	4,6	7,1	4,2	7,1	28	12
Инвестиционные фонды	7,0	13,9	6,8	4,6	29	46
Частные лица	13,4	12,6	13,5	13,4	34	105
Промышленные предприятия	7,5	12,1	8,4	11,3	72	23
Государство	14,2	14,9	3,4	12,9	28	35
Работники	-	-	-	-	10	216

* Опрос 312 АО 12 отраслей в 1995-1996 гг.

Источник: Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997, с. 93, 97.

Таблица 4. Некоторые данные о состоянии отдельных аспектов корпоративного управления в России, по опросам 1995-1996 гг. *

	1996
Наличие держателей относительно крупных пакетов акций (свыше 5%)	
(1) Наличие хотя бы одного держателя,% от числа АО	74
(2) Процент акций компании, принадлежащий среднему держателю	16
(3) АО с мажоритарным контролем внешних акционеров,% от числа АО, - АО, где установлен мажоритарный контроль одного внешнего акционера (в 60% таких АО это коммерческая фирма или холдинговая компания),% от числа АО	20
- АО, где установлен мажоритарный контроль нескольких внешних акционеров (совокупно контролирующих в среднем 65% акций),% от числа АО	6
(4) Типичное количество крупных держателей акций в АО, совокупно установивших мажоритарный контроль	5
(4) Типичное количество крупных держателей акций в АО, совокупно установивших мажоритарный контроль	4-5
Некоторые процедуры корпоративного управления	
(1) Наличие независимого регистратора,% от числа АО	54
(2) Раскрытие информации о структуре владения акциями,% от числа АО	50
(3) Раскрытие финансовой информации,% от числа АО	40
(4) Использование кумулятивного голосования,% от числа АО	39 (33)
(5) Наличие хотя бы одного члена Совета директоров, не являющегося инсайдером или представителем государства ,% от числа АО	76 (64)
(6) Места в Советах директоров, занимаемые аутсайдерами,% от общего числа мест	31
(8) Типичный Совет директоров, количество членов:	
- всего	7 ()
- кворум	5
- менеджеры	4
- внешние акционеры	2
- представитель государства	1
(9) Количество мест в Советах директоров, занимаемые держателями крупных пакетов (свыше 5%), совокупно установивших мажоритарный контроль,% от общего числа	50
(10) АО, в которых сменился генеральный директор, с июля 1992 г.,%от числа АО	33
(11) Новый генеральный директор, не работавший в АО (аутсайдер),% от числа АО	19
Операции с ценными бумаги АО	
(1) АО, осуществляющие открытую (публичную) торговлю акциями,% от числа АО	96 ()
(2) АО, отметившие чьи-либо попытки скупить акции АО, % от числа АО	21 (20)
- в том числе АО, где установлен мажоритарный контроль	23
(3) АО-сторонники жесткого контроля за допуском внешних акционеров,% от числа АО	36 ()
(4) АО, осуществлявшие новые выпуски акций,% от числа АО	14 ()
(5) АО, допускавшие передачу акций инсайдерам бесплатно/по номиналу,% от числа АО	6,5 ()
(6) АО, размывшие долю аутсайдеров с помощью новых выпусков,% от числа АО	1 ()
(7) АО, выкупавшие свои акции,% от числа АО	43 ()
(8) АО, перепродававшие выкупленные акции менеджерам и занятым,% от числа АО	29 ()

* Опросы группы Дж. Блази 1995 и 1996 гг. (ответы получены от 100-180 компаний в зависимости от количества ответивших АО). В скобках - данные за 1995 г. Пустые скобки означают, что в графе приведены сводные данные за 1995-1996 гг.

Источник: ФКЦБ, 1996в; Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, pp. 200-207.

Таблица 5. Нарушения законодательства эмитентами, по данным проверок ФКЦБ

	107 эмитентов		52 эмитента	
	сентябрь 1994 - декабрь 1995		декабрь 1995 - декабрь 1996	
	Число АО	%от проверенных	Число АО	%от проверенных
Нарушения по выплате дивидендов*	54	50	36	69
Расхождения между реестром акционеров и первичным распределением*	24	22	10	19
Самостоятельное ведение реестра эмитентом с числом акционеров свыше 500	22	21	7	13
Нарушения, связанные с оформлением и выдачей документов, подтверждающих права собственности на акции*	21	20	14	27
Ведение реестра с нарушением установленных сроков	19	18	5	10
Нарушения в процессе передачи ведения реестра*	19	18	16	31
Нарушения при выкупе и приобретении эмитентом собственных акций	16	15	11	21
Нарушения процедуры проведения общего собрания акционеров	10	9	10	19
Нарушения процедуры проведения и отражения в реестре дополнительной эмиссии акций*	6	6	6	12

* - часть нарушений происходит по вине регистраторов.

Источник: ФКЦБ, 1997б.

Приложение 2.

Ниже приведен проект Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "Об акционерных обществах". Данная версия проекта (в настоящее время на рассмотрении в Государственной Думе), с нашей точки зрения, представляет собой наиболее адекватное правовое воплощение ряда ключевых идей проводимых ИЭПП исследований в данной области.³⁵ В разработке проекта участвовали эксперты ФКЦБ, в том числе в рамках сотрудничества с ИЭПП. Пояснения и комментарии к проекту представлены в приложении 3.

Проект федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "Об акционерных обществах"

Статья 1. Внести в Федеральный закон "Об акционерных обществах" (Собрание законодательства Российской Федерации, 1996, № 1, ст. 1; № 25 ст. 2956) следующие изменения и дополнения:

1. В статье 1 :

а) в пунктах 1, 3 и 4 слова "создания и" заменить словами "создания, реорганизации и ликвидации,";

б) абзац второй пункта 5 изложить в следующей редакции:

"Особенности правового положения акционерных обществ, созданных при приватизации государственных и муниципальных предприятий, действуют с момента принятия решения о приватизации до момента отчуждения государством или муниципальным образованием 75 процентов принадлежащих им акций в таком акционерном обществе, а также при использовании в отношении открытого акционерного общества специального права на участие Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования в управлении указанным обществом (далее - специальное право ("золотая акция"))."

2. В статье 2:

а) название статьи изложить в следующей редакции:

"Статья 2. **Основные положения об акционерных обществах**";

б) пункт 1 дополнить абзацем четвертым следующего содержания:

"Акционеры вправе отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров и общества."

3. Пункт 3 статьи 3 изложить в следующей редакции:

"3. В случае несостоятельности (банкротства) общества по вине его акционеров или других лиц, которые имеют право давать обязательные для общества указания либо иным образом имеют возможность определять его действия, на указанных акционеров или других лиц в случае недостаточности

³⁵ Безусловно, в комплексе с целым рядом других нормативно-правовых документов, которые, в частности, упоминаются во введении.

имущества общества может быть возложена субсидиарная ответственность по его обязательствам."

4. В статье 6:

а) из абзаца второго пункта 3 исключить второе предложение;

б) абзац третий пункта 3 изложить в следующей редакции:

"В случае несостоятельности (банкротства) дочернего общества по вине основного общества (товарищества) последнее несет при недостаточности имущества дочернего общества субсидиарную ответственность по его долгам.";

в) из абзаца четвертого пункта 3 исключить второе предложение;

г) пункт 3 дополнить абзацем пятым следующего содержания:

"Акции основного общества, принадлежащие дочернему обществу, не предоставляют права голоса на общем собрании акционеров и не учитываются при определении кворума и подсчете голосов при решении вопросов на общем собрании акционеров основного общества."

5. В пункте 2 статьи 7:

а) в абзаце первом исключить первое предложение и слова "Такое общество" заменить словами "Открытое общество";

б) дополнить пункт после абзаца первого абзацем следующего содержания:

"В открытом обществе не допускается установление преимущественного права общества или его акционеров на приобретение акций, отчуждаемых акционерами этого общества."

6. Название главы II изложить в следующей редакции:

ГЛАВА II. "СОЗДАНИЕ, РЕОРГАНИЗАЦИЯ И ЛИКВИДАЦИЯ ОБЩЕСТВА".

7. Пункт 6 статьи 9 изложить в следующей редакции:

"6. Особенности учреждения обществ с участием иностранных инвесторов могут быть предусмотрены федеральными законами."

8. В пункте 3 статьи 11:

а) в абзаце пятом слово "размещаемых" заменить словом "размещенных";

б) дополнить пункт абзацем следующего содержания:

"Устав общества должен содержать сведения об использовании в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции")."

9. Статью 12 изложить в следующей редакции:

"Статья 12. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции

1. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции осуществляется по решению общего собрания акционеров.

Внесение в устав общества изменений, связанных с увеличением уставного капитала общества, осуществляется по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества, принятому на основании решения общего собрания акционеров или совета директоров, если в соответствии с уставом общества ему принадлежит право принятия такого решения, и зарегистрированного отчета об итогах выпуска акций. При увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций уставный капитал увеличивается на номинальную стоимость размещенных

дополнительных акций, а количество объявленных акций определенных категорий и типов - уменьшается на число размещенных дополнительных акций этих категорий и типов.

Внесение в устав общества изменений, связанных с созданием филиалов и открытием представительств общества и их ликвидацией, осуществляется по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества.

2. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции осуществляется по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, а в случае, предусмотренном абзацами вторым и третьим пункта 1 настоящей статьи, - по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества, принятому большинством голосов присутствующих членов совета директоров (наблюдательного совета) общества."

10. В статье 15:

а) абзац второй пункта 3 изложить в следующей редакции:

"При реорганизации общества в форме присоединения к нему другого общества первое из них считается реорганизованным с момента внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного общества.";

б) пункт 5 изложить в следующей редакции:

"5. Не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации общества, а при реорганизации общества в форме слияния или присоединения - с даты принятия решения об этом последним из обществ, участвующих в слиянии или присоединении, общество обязано письменно уведомить об этом всех известных ему кредиторов общества и опубликовать в печатном издании, предназначенном для публикации данных о государственной регистрации юридических лиц, сообщение о принятом решении. При этом кредиторы общества в течение 30 дней с даты направления им уведомлений или в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятом решении вправе письменно потребовать досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательств общества и возмещения им убытков.

Государственная регистрация обществ, созданных в результате реорганизации, и внесение записей о прекращении деятельности реорганизованных обществ осуществляются при наличии доказательств уведомления кредиторов в порядке, установленном настоящим пунктом.

Если разделительный баланс или передаточный акт не дает возможности определить правопреемника реорганизованного общества, юридические лица, созданные в результате реорганизации, несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного общества перед его кредиторами."

11. В пункте 2 статьи 16, пунктах 2 и 3 статьи 18, пунктах 2 и 3 статьи 19 после слов "и (или) иные" включить слово "эмиссионные".

12. Пункт 3 статьи 19 дополнить абзацем следующего содержания:

"Если единственным акционером выделяемого общества является реорганизуемое общество, общее собрание последнего принимает решение о реорганизации общества в форме выделения, о порядке и условиях выделения, а также утверждает устав выделяемого общества и разделительный баланс, избирает органы выделяемого общества."

13. В статье 28:

а) в пункте 2 слова "и о внесении соответствующих изменений в устав общества" и слова "или решением общего собрания акционеров" исключить;

б) в абзаце втором пункта 3 слова "об увеличении количества объявленных акций" после слов "одновременно с решением" заменить на слова "о внесении в устав общества положений об объявленных акциях, необходимых в соответствии с настоящим Федеральным законом для принятия такого решения, или об их изменении.";

в) абзац третий пункта 3 исключить;

г) абзац четвертый пункта 3 после слов "категории (типа)," изложить в следующей редакции:

"способ, цена размещения дополнительных акций, срок и форма оплаты дополнительных акций, размещаемых посредством подписки, а также иные условия размещения.";

д) дополнить статью пунктом 5 следующего содержания:

"5. Увеличение уставного капитала общества за счет его имущества осуществляется по решению общего собрания акционеров общества или совета директоров (наблюдательного совета) общества, если в соответствии с уставом общества совету директоров (наблюдательному совету) общества принадлежит право принятия такого решения.

Сумма, на которую увеличивается уставный капитал общества за счет имущества общества, не должна превышать разницу между стоимостью чистых активов общества и суммой уставного капитала и резервного фонда общества.

При увеличении уставного капитала общества за счет его имущества путем увеличения номинальной стоимости акций пропорционально увеличивается номинальная стоимость всех акций.

При увеличении уставного капитала общества за счет его имущества путем выпуска дополнительных акций эти акции распределяются среди всех акционеров. При этом каждому акционеру распределяются акции той же категории и типов пропорционально количеству принадлежащих ему акций."

14. Пункт 1 статьи 29 изложить в следующей редакции:

"1. Общество вправе, а в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом, обязано уменьшить свой уставный капитал.

Уставный капитал общества может быть уменьшен путем пропорционального уменьшения номинальной стоимости акций всех категорий и типов или сокращения их общего количества, в том числе путем приобретения части акций, в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом.

Уменьшение уставного капитала общества путем приобретения и погашения части акций допускается, если такая возможность предусмотрена в уставе общества.

Общество не вправе уменьшать свой уставный капитал, если в результате такого уменьшения его размер станет меньше минимального размера уставного капитала, определенного в соответствии с настоящим Федеральным законом на дату представления документов для государственной регистрации соответствующих изменений в уставе общества, а в случаях, если в соответствии с настоящим Федеральным законом общество обязано уменьшить свой уставный капитал, на дату государственной регистрации общества."

15. Статью 30 изложить в следующей редакции:

"Статья 30. Уведомление кредиторов об уменьшении размера уставного капитала общества

В течение 30 дней с даты принятия решения об уменьшении своего уставного капитала общество обязано письменно уведомить об уменьшении уставного капитала общества и о его новом размере всех известных ему кредиторов общества, а также опубликовать в печатном издании, предназначенном для публикации данных о государственной регистрации юридических лиц, сообщение о принятом решении. При этом кредиторы общества вправе в течение 30 дней с даты направления им уведомления или в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятом решении письменно потребовать досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательств общества и возмещения им убытков.

Государственная регистрация изменений в уставе общества, связанных с уменьшением уставного капитала общества, осуществляется при наличии доказательств уведомления кредиторов в порядке, установленном настоящим пунктом."

16. Статью 31 дополнить пунктом 3 следующего содержания:

"3. Конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается."

17. В статье 32:

а) абзац второй пункта 2 изложить в следующей редакции:

"Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, то уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них, а если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определена ликвидационная стоимость, то - очередность выплаты ликвидационной стоимости по каждому из них.";

б) абзац третий пункта 2 изложить в следующей редакции:

"Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям определенного типа, размер которого определен в уставе, накапливается и выплачивается не позднее срока, определенного в уставе, (кумулятивные привилегированные акции). Если уставом общества такой срок не установлен, привилегированные акции кумулятивными не являются.";

в) абзац четвертый пункта 2 дополнить текстом следующего содержания:

"Конвертация привилегированных акций в обыкновенные и привилегированные акции иных типов, если это не предусмотрено в уставе общества, не допускается, за исключением случаев конвертации, осуществляемой при реорганизации в соответствии с договором о слиянии или присоединении, решением о выделении или разделении. Конвертация привилегированных акций в облигации и иные ценные бумаги не допускается, за исключением случаев конвертации, осуществляемой при реорганизации в соответствии с договором о слиянии или присоединении, решением о выделении или разделении.";

г) в первое предложение абзаца первого пункта 4 после слов "собранием акционеров, на котором" включить слова "независимо от причин".

д) пункт 5 изложить в следующей редакции:

"5. Устав общества может предусматривать право голоса по привилегированным акциям определенного типа. Если уставом общества предусмотрена возможность конвертации привилегированных акций

определенного типа в обыкновенные акции, им может быть предусмотрено, что владелец каждой привилегированной акции этого типа обладает двумя и более голосами. Количество голосов по таким привилегированным акциям не должно превышать количество обыкновенных акций, в которые они могут быть конвертированы."

18. В статье 33:

а) в названии статьи после слов "и иные" включить слово "эмиссионные";

б) в пунктах 1, 2 и 4 после слов "и иные" включить слово "эмиссионные";

в) пункт 2 дополнить абзацем вторым следующего содержания:

"Размещение обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, должно осуществляться по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества, если в соответствии с уставом общества ему принадлежит право принятия решения о размещении дополнительных акций.";

г) в пункте 3 абзацы первый и второй, а также первое предложение абзаца третьего исключить;

д) во втором предложении абзаца третьего пункта 3 слово "выпущенных" после слов "стоимость всех" заменить словом "размещенных";

е) в абзацах третьем и седьмом пункта 3 слово "Выпуск" заменить словом "Размещение";

ж) в абзацах четвертом и шестом пункта 3 слово "выпускать" заменить словом "размещать";

з) в первом предложении абзаца девятого пункта 3 слово "обусловить" заменить словом "предусмотреть".

19. В статье 34:

а) название статьи изложить в следующей редакции:

Статья 34. Оплата акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества при их размещении";

б) абзац второй пункта 1 исключить;

в) абзац первый пункта 2 изложить в следующей редакции:

"Оплата акций, распределяемых среди учредителей общества при его учреждении, дополнительных акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, может осуществляться деньгами, ценными бумагами, другими вещами или имущественными правами либо иными правами, имеющими денежную оценку. Форма оплаты акций общества при его учреждении определяется договором о создании общества или уставом общества, а дополнительных акций и иных эмиссионных ценных бумаг - решением об их размещении.";

г) абзац третий пункта 2 изложить в следующей редакции:

"Дополнительные акции и иные эмиссионные ценные бумаги общества, размещаемые путем подписки, оплачиваются при их приобретении в полном размере.";

д) в абзаце втором пункта 3 слова "и иных ценных бумаг" заменить словами "и иных эмиссионных ценных бумаг";

е) абзац третий пункта 3 изложить в следующей редакции:

"При оплате акций и иных эмиссионных ценных бумаг неденежными средствами, если стоимость имущества, вносимого в оплату акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества, составляет более двухсот минимальных

размеров оплаты труда, установленных федеральным законом на дату оплаты, такое имущество должно оцениваться независимым оценщиком. Денежная оценка имущества, произведенная советом директоров (наблюдательным советом) общества, не может быть выше оценки, произведенной независимым оценщиком.";

ж) дополнить пункт 3 абзацами четвертым и пятым следующего содержания:

"В случае оплаты акций неденежными средствами, учредители общества и независимый оценщик в течение трех лет со дня государственной регистрации общества солидарно несут при недостаточности имущества общества субсидиарную ответственность по его обязательствам в размере превышения стоимости имущества."

В случае оплаты акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества неденежными средствами, члены совета директоров (наблюдательного совета) общества, голосовавшие за утверждение денежной оценки имущества, и независимый оценщик в течение трех лет со дня регистрации отчета об итогах выпуска этих ценных бумаг несут субсидиарную ответственность при недостаточности имущества общества по его обязательствам в размере превышения стоимости имущества.";

з) абзац первый пункта 4 исключить;

и) абзац второй пункта 4 изложить в следующей редакции:

"В случае неполной оплаты учредителем всех приобретенных им акций в срок, установленный пунктом 1 настоящей статьи, акции, цена размещения которых соответствует неуплаченной сумме, переходят к обществу. В реестре акционеров общества делается соответствующая запись. Деньги и (или) иное имущество, внесенные в оплату акций, не возвращаются. Уставом общества может быть предусмотрено взыскание неустойки (штрафа, пени) за неисполнение обязанности по оплате акций.";

к) в первом предложении абзаца третьего пункта 4 слова "поступившие в распоряжение общества" заменить словами "перешедшие к обществу";

л) во втором предложении абзаца третьего пункта 4 слова "с момента их поступления в распоряжение общества" заменить словами "со дня их перехода к обществу";

м) дополнить пункт 4 абзацем четвертым следующего содержания:

"До полной оплаты акции учредитель не вправе отчуждать ее или распоряжаться ею иным образом. Права, удостоверяемые акцией, за исключением права голоса, возникают со дня ее полной оплаты.";

н) дополнить статью пунктом 5 следующего содержания:

"5. Обращение акций до регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается."

20. В статье 35:

а) в абзаце первом пункта 1 цифру "15" заменить на "5";

б) пункт 6 изложить в следующей редакции:

"6. Если в случаях, предусмотренных в пунктах 4 и 5 настоящей статьи, общество в разумный срок не примет решение об уменьшении своего уставного капитала или ликвидации, кредиторы вправе потребовать от общества досрочного прекращения или исполнения обязательств и возмещения им убытков. В этих случаях орган, осуществляющий государственную регистрацию юридических лиц, либо иные государственные органы или органы местного

самоуправления, которым право на предъявление такого требования предоставлено федеральным законом, вправе предъявить требование в суд о ликвидации общества."

21. В названии главы IV после слов "и иных" включить слово "эмиссионных".

22. В статье 36:

а) в названии статьи после слов "акций общества" включить слова "посредством подписки";

б) абзац первый пункта 1 изложить в следующей редакции:

"1. Оплата дополнительных акций общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по рыночной стоимости, но не ниже их номинальной стоимости.";

в) в абзаце втором пункта 1 слова "по их" заменить словами "не ниже их";

г) пункт 2 изложить в следующей редакции:

"2. Общество вправе осуществлять размещение дополнительных акций посредством подписки по цене ниже их рыночной стоимости в случае размещения дополнительных голосующих акций акционерам-владельцам акций общества при осуществлении ими преимущественного права приобретения таких акций по цене, которая не может быть ниже 90 процентов от их рыночной стоимости.

Сумма (стоимость имущества), полученная обществом в результате размещения посредством подписки дополнительных акций, может быть ниже их рыночной стоимости в случае размещения этих акций при участии посредника на размер его вознаграждения, установленного в процентном отношении к цене размещения таких акций, которое не должно превышать 10 процентов цены размещения акций."

23. Изложить статью 37 в следующей редакции:

"Статья 37. Порядок конвертации в акции эмиссионных ценных бумаг общества

1. Порядок конвертации в акции эмиссионных ценных бумаг общества устанавливается:

уставом общества - в отношении конвертации привилегированных акций;

решением о выпуске - в отношении конвертации облигаций и иных, кроме акций, эмиссионных ценных бумаг.

Размещение акций общества в пределах количества объявленных акций, необходимого для конвертации в них акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества, проводится только путем такой конвертации.

2. Условия и порядок конвертации (обмена) акций и иных эмиссионных ценных бумаг общества при его реорганизации определяются соответствующими решениями и договорами в соответствии с настоящим Федеральным законом."

24. Изложить статью 38 в следующей редакции:

"Статья 38. Цена размещения эмиссионных ценных бумаг посредством подписки

1. Оплата эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по рыночной стоимости. При этом оплата эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых

посредством подписки, осуществляется по рыночной стоимости, но не ниже номинальной стоимости акций, в которые конвертируются такие ценные бумаги.

2. Общество вправе осуществлять размещение эмиссионных ценных бумаг посредством подписки по цене ниже их рыночной стоимости в случае размещения эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, акционерам общества при осуществлении ими преимущественного права приобретения таких ценных бумаг по цене, которая не может быть ниже 90 процентов их рыночной стоимости.

Сумма (стоимость имущества), полученная обществом в результате размещения посредством подписки эмиссионных ценных бумаг, может быть ниже их рыночной стоимости в случае размещения этих ценных бумаг при участии посредника на размер его вознаграждения, установленного в процентном отношении к цене размещения таких ценных бумаг, которое не должно превышать 10 процентов цены размещения ценных бумаг."

25. В статье 39:

а) в названии статьи после слов "акций и" включить слово "эмиссионных";

б) пункт 1 изложить в следующей редакции:

"1. Общество вправе осуществлять размещение акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, посредством подписки, распределения (в том числе в виде дивидендов) среди акционеров и конвертации.

Открытое общество вправе проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции, как посредством открытой, так и, если это предусмотрено его уставом, закрытой подписки. Открытое общество вправе размещать акции и эмиссионные ценные бумаги общества, конвертируемые в акции, посредством закрытой подписки только по решению общего собрания акционеров.

Закрытое общество не вправе проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции, посредством открытой подписки или иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц."

в) пункт 2 исключить;

г) пункт 3 считать пунктом 2, включив в текст абзаца первого после слов "акций и" слово "эмиссионных";

д) в абзаце втором пункта 3 после слов "акций и" включить слово "эмиссионных".

26. В статье 40:

а) в названии статьи после слов "акций и" включить слово "эмиссионных";

б) пункты 1 и 2 изложить в следующей редакции:

"1. Акционеры общества имеют преимущественное право приобретения акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством открытой подписки, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций.

2. Решение о неприменении преимущественного права приобретения акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, а также о сроке действия такого решения может быть принято на общем собрании акционеров двумя третями голосов принимающих в нем участие владельцев голосующих

акций, если необходимость большего числа голосов для его принятия не предусмотрена уставом общества.

Решение о неприменении преимущественного права приобретения акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, действует в течение срока, установленного решением общего собрания акционеров, но не более одного года с момента принятия такого решения.";

в) пункт 3 исключить.

27. В статье 41:

а) в названии статьи после слов "акций и" включить слово "эмиссионных";

б) пункты 1 и 2 изложить в следующей редакции:

"1. Не менее чем за 30 дней до даты начала размещения обществом акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, акционеры общества должны быть уведомлены о возможности осуществления ими предусмотренного статьей 40 настоящего Федерального закона права в порядке, предусмотренном настоящим Федеральным законом для сообщения о проведении общего собрания акционеров.

Уведомление должно содержать сведения о количестве размещаемых акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, цене их размещения (в том числе цене их размещения акционерам общества в случае осуществления ими преимущественного права их приобретения), порядке определения количества ценных бумаг, которое вправе приобрести каждый акционер, сроке действия и порядке осуществления этого права акционером.

2. Акционер вправе полностью или частично осуществить свое преимущественное право путем направления обществу заявления в письменной форме о приобретении акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, содержащего имя (наименование) и место жительства (место нахождения) акционера, количество приобретаемых им ценных бумаг, и документа об оплате. Такое заявление должно быть направлено обществу не позднее дня, предшествующего дате начала размещения дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции."

28. В статье 42:

а) абзац второй пункта 1 дополнить предложением третьим следующего содержания:

"Решение о выплате дивидендов акциями может быть принято только общим собранием акционеров.";

б) из предложения первого пункта 2 исключить слова "за текущий год";

в) пункты 3 и 4 изложить в следующей редакции:

"3. Решение о выплате промежуточных (ежеквартальных, полугодовых) дивидендов, размере дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимается советом директоров (наблюдательным советом) общества. Решение о выплате годовых дивидендов, размере годового дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (типа) принимается общим собранием акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества и меньше объявленных промежуточных дивидендов.

4. Срок выплаты годовых дивидендов определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров о выплате годовых дивидендов. Если уставом общества или решением общего собрания акционеров дата

выплаты годовых дивидендов не определена, то срок их выплаты не должен превышать 30 дней со дня принятия решения о выплате годовых дивидендов.

Для каждой выплаты дивидендов совет директоров (наблюдательный совет) общества составляет список лиц, имеющих право на получение дивиденда. В список лиц, имеющих право на получение промежуточных дивидендов, должны быть включены акционеры и номинальные держатели акций, включенные в реестр акционеров общества не позднее чем за 10 дней до даты принятия советом директоров (наблюдательным советом) общества решения о выплате дивидендов, а в список лиц, имеющих право на получение годовых дивидендов (разницы между годовыми дивидендами и объявленными промежуточными дивидендами), - акционеры и номинальные держатели акций, зарегистрированные в системе ведения реестра акционеров общества на день составления списка акционеров, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров."

29. В статье 43:

а) абзац первый пункта 1 изложить в следующей редакции:

"1. Общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по акциям:";

б) абзац четвертый пункта 1 изложить в следующей редакции:

"если на день принятия такого решения общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством о несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;";

в) в абзаце пятом пункта 1 после слова "если" включить слова "на день принятия такого решения";

г) в абзаце пятом пункта 1 слова "выплаты дивидендов." заменить словами "принятия такого решения;";

д) дополнить пункт 1 абзацем шестым следующего содержания:

"в иных случаях, предусмотренных федеральными законами.";

е) пункт 2 изложить в следующей редакции:

"2. Общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда по которым определен уставом общества.";

ж) пункт 3 изложить в следующей редакции:

"3. Общество не вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов по привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, предоставляющим преимущество в очередности получения дивидендов перед привилегированными акциями этого типа.";

з) дополнить статью пунктом 4 следующего содержания:

"4. Общество не вправе выплачивать объявленные дивиденды по акциям: если на день выплаты общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством о несостоятельности

(банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты;

если на день выплаты стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала и резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов;

в иных случаях, предусмотренных федеральными законами.

По прекращении указанных в настоящем пункте обстоятельств общество обязано выплатить акционерам объявленные дивиденды."

30. В статье 47:

в пункте 2 слова "Дата и порядок" заменить словами "Дата, место, порядок".

31. В статье 48:

а) подпункт 2 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"2) принятие решения о реорганизации общества;"

б) подпункт 3 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"3) принятие решения о ликвидации общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;"

в) подпункт 5 пункта 1 исключить;

г) подпункт 6 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"б) увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций посредством закрытой подписки, а также посредством открытой подписки, распределения и конвертации, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества;"

д) подпункт 13 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"13) определение порядка проведения общих собраний;"

е) подпункт 14 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"14) образование счетной комиссии и прекращение ее полномочий;"

ж) подпункт 15 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"15) определение формы сообщения обществом информации (материалов) акционерам, в том числе определение печатного издания в случае сообщения в форме опубликования;"

з) подпункт 16 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"16) принятие решений о дроблении и консолидации акций;"

и) подпункт 17 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"17) принятие решений о совершении сделок в случаях, предусмотренных статьей 83 настоящего Федерального закона;"

к) подпункт 18 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"18) принятие решений о совершении крупных сделок, связанных с приобретением и отчуждением обществом имущества, в случаях, предусмотренных статьей 79 настоящего Федерального закона;"

л) подпункт 20 пункта 1 изложить в следующей редакции:

"20) принятие решения об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций;"

м) абзац второй пункта 2 изложить в следующей редакции:

"Вопросы, отнесенные к исключительной компетенции общего собрания акционеров, не могут быть переданы на решение совету директоров (наблюдательному совету) общества, за исключением решения вопросов об увеличении уставного капитала, о внесении изменений и дополнений в устав общества, связанных с увеличением уставного капитала общества в соответствии со статьями 12 и 28 настоящего Федерального закона, а также о создании филиалов и открытии представительств общества и их ликвидации."

32. В статье 49:

а) из абзаца второго пункта 2 исключить слова "настоящим Федеральным законом или";

б) в пункте 7 после слов "до сведения акционеров" включить слова:

", а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции"), и представителей государства или муниципального образования".

33. В статье 50:

а) в абзаце втором пункта 1 и в пункте 2 снять скобки со слов "опросным путем";

б) в пункте 2 слова "владеющие в совокупности не менее чем половиной голосующих акций общества" заменить словами "обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества";

в) пункт 3 изложить в следующей редакции:

"3. Заочное голосование проводится с использованием бюллетеней для голосования, отвечающих требованиям статьи 60 настоящего Федерального закона. Бюллетени для голосования должны быть направлены акционерам, включенным в список акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, или вручены им лично под расписку (бюллетень, адресованный юридическому лицу, вручается соответствующему должностному лицу под расписку) не позднее чем за 30 дней до установленной даты окончания приема обществом бюллетеней."

34. Пункты 1 - 4 статьи 52 изложить в следующей редакции:

"1. Сообщение акционерам, а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции"), сообщение и представителям Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования о проведении общего собрания акционеров осуществляется путем направления им письменного уведомления или опубликования информации.

Форма сообщения акционерам и указанным представителям о проведении общего собрания акционеров, в том числе печатное издание в случае сообщения в форме опубликования информации, определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров.

Если уставом общества не предусмотрена определенная форма сообщения, то уведомление о проведении общего собрания акционеров, в том числе рассылка бюллетеней для голосования, осуществляется заказным письмом.

Общество вправе дополнительно информировать акционеров и указанных представителей о проведении общего собрания акционеров через иные средства массовой информации (телевидение, радио).

2. Срок сообщения акционерам (а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") - и представителям Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования) о проведении общего собрания акционеров определяется уставом общества.

Общество с числом акционеров - владельцев голосующих акций более тысячи обязано направить письменное уведомление или опубликовать информацию о проведении общего собрания акционеров не позднее чем за 30 дней до даты его проведения.

3. Сообщение о проведении общего собрания акционеров должно содержать:

наименование и место нахождения общества;

дату, время и место проведения общего собрания акционеров;

дату составления списка акционеров (а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") - и представителей Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования), имеющих право участвовать в общем собрании акционеров;

вопросы, включенные в повестку дня общего собрания акционеров, порядок ознакомления акционеров и указанных представителей с информацией (материалами), подлежащей представлению ими при подготовке к проведению общего собрания акционеров.

4. К информации (материалам), подлежащей предоставлению акционерам (а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") и представителям Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования) при подготовке к проведению общего собрания акционеров, относится годовой отчет общества, заключение ревизионной комиссии (ревизора) общества и аудитора общества по результатам годовой проверки финансово-хозяйственной деятельности общества, сведения о кандидатах в совет директоров (наблюдательный совет) общества и ревизионную комиссию (ревизора) общества, проект изменений и дополнений, вносимых в устав общества, или проект устава общества в новой редакции.

Перечень дополнительной информации (материалов), обязательной для представления акционерам и указанным представителям при подготовке к проведению общего собрания акционеров, может быть установлен федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим регулирование рынка ценных бумаг."

35. Пункты 1, 2 и 3 статьи 53 изложить в следующей редакции:

"1. Акционеры (акционер) общества, являющиеся в совокупности владельцами не менее чем 2 процентов голосующих акций общества, в срок не позднее 30 дней после окончания финансового года общества, если уставом общества не установлен более поздний срок, вправе внести не более двух предложений в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган и ревизионную комиссию (ревизора) общества, число которых не может превышать количественного состава этого органа, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа.

2. Предложения о включении вопросов в повестку дня общего собрания акционеров вносятся в письменной форме с указанием имени (наименования) акционера (акционеров), вносящего вопрос, количества и категории (типа) принадлежащих ему акций.

3. При внесении предложений о выдвижении кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган и ревизионную комиссию (ревизора) общества, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа, в том числе в случае самовыдвижения, указываются имя кандидата, а в случае, если кандидат является акционером общества, - количество и категория (тип) принадлежащих ему акций, а также имена (наименования) акционеров, выдвигающих кандидата, количество и категория (тип) принадлежащих им акций.";

г) предложение второе абзаца первого пункта 4 изложить в следующей редакции:

"Вопрос, предложенный акционером (акционерами), подлежит включению в повестку дня общего собрания акционеров, равно как выдвинутые кандидаты подлежат включению в список кандидатур для голосования по выборам в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган и ревизионную комиссию (ревизора) общества, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа, за исключением случаев, когда:", далее по тексту;

д) в абзаце первом пункта 5 после слов "об отказе во включении" внести слово "предложенного";

е) в абзаце втором пункта 5 после слов "(ревизора) общества" включить слова ", а также уклонение совета директоров общества (наблюдательного совета) от принятия решения";

ж) дополнить статью пунктом 6 следующего содержания:

"6. Помимо вопросов, предложенных акционерами, совет директоров (наблюдательный совет) общества вправе включать в повестку дня общего собрания акционеров вопросы по своему усмотрению.

Совет директоров (наблюдательный совет) общества вправе выдвигать кандидатов, в том числе из своего состава, в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию, число которых не может превышать количественного состава каждого из указанных органов, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа."

36. Абзацы четвертый, пятый и шестой статьи 54 изложить в следующей редакции:

"дату составления списка акционеров (а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") и представителей Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования), имеющих право участвовать в общем собрании акционеров;

порядок сообщения акционерам и представителям Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования о проведении общего собрания акционеров;

перечень информации (материалов), предоставляемой акционерами и представителями Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или

муниципального образования при подготовке к проведению общего собрания акционеров;"

37. В статье 55:

а) пункт 1 дополнить абзацем следующего содержания:

"Если в предлагаемой повестке дня внеочередного общего собрания акционеров содержится вопрос об избрании совета директоров (наблюдательного совета), ревизионной комиссии (ревизора), исполнительного органа общества, то созыв внеочередного общего собрания акционеров осуществляется советом директоров (наблюдательным советом) не позднее 60 дней со дня представления требования о проведении внеочередного общего собрания акционеров. В течение этого срока совет директоров (наблюдательный совет) обязан уведомить акционеров (а в случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") - и представителей Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования) о проведении внеочередного общего собрания акционеров. В течение 30 дней со дня уведомления акционеры и указанные представители имеют право выдвинуть кандидатов в соответствии с пунктами 1 и 3 статьи 53 настоящего Федерального закона.";

б) абзац шестой пункта 4 изложить в следующей редакции:

"ни один из вопросов, предлагаемых для внесения в повестку дня, не соответствует требованиям настоящего Федерального закона и иных правовых актов Российской Федерации."

38. В статье 65:

а) подпункт 6 изложить в следующей редакции:

"6) увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения обществом акций, если в соответствии с уставом общества такое право ему предоставлено;"

б) подпункт 7 изложить в следующей редакции:

"7) размещение обществом облигаций и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом;"

39. В статье 66:

а) пункт 1 дополнить абзацем вторым следующего содержания:

"Членом совета директоров (наблюдательного совета) общества может быть только физическое лицо. Член совета директоров (наблюдательного совета) может не быть участником общества.";

б) абзац второй пункта 4 изложить в следующей редакции:

"При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров (наблюдательный совет) общества, и акционер вправе отдать полученное таким образом число голосов полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами.";

40. В статье 69:

а) абзац первый пункта 1 изложить в следующей редакции:

"1. Руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) и коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). Исполнительный орган подотчетен совету директоров (наблюдательному совету) и общему собранию акционеров.";

б) в абзаце втором пункта 1 слова "каждого из них" заменить словами "коллегиального органа.";

в) абзац первый пункта 3 изложить в следующей редакции:

"3. Образование исполнительных органов общества и досрочное прекращение их полномочий осуществляется по решению общего собрания акционеров, а также по решению совета директоров (наблюдательного совета) в соответствии с положениями настоящего Федерального закона.";

г) пункт 4 изложить в следующей редакции:

"4. Общее собрание акционеров вправе в любое время расторгнуть договор с единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором), членами коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции), управляющей организацией или управляющим.

Совет директоров (наблюдательный совет) большинством голосов от общего числа членов вправе в любое время расторгнуть договор с единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором), членами коллегиального исполнительного органа общества (правления, директором), управляющей организацией или управляющим.

В случае, если уставом общества вопросы досрочного прекращения полномочий исполнительных органов общества не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета), то по его решению до очередного или внеочередного собрания акционеров образуются временные исполнительные органы общества."

41. Статью 71 дополнить пунктом 6 следующего содержания:

"6. Представители государства или муниципального образования в совете директоров (наблюдательном совете) открытого акционерного общества несут предусмотренную настоящей статьей ответственность наряду с другими членами совета директоров (наблюдательного совета)."

42. Абзац третий пункта 1 статьи 78 изложить в следующей редакции:

"сделка или несколько взаимосвязанных сделок, связанных с размещением акций, составляющих более 25 процентов ранее размещенных обществом акций либо эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, которые в результате конвертации составят более 25 процентов ранее размещенных обществом акций."

43. В статье 79:

а) в абзаце первом пункта 1 после слов "(наблюдательным советом) общества единогласно" включить слова "всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) общества,";

б) дополнить пункт 1 абзацем вторым следующего содержания:

"Решение о совершении крупной сделки, связанной с размещением акций, составляющих от 25 до 50 процентов ранее размещенных обществом акций, а также эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, которые в результате конвертации составят от 25 до 50 процентов ранее размещенных обществом акций, принимается советом директоров (наблюдательным советом) общества единогласно всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) общества, при этом не учитываются голоса выбывших членов совета директоров (наблюдательного совета).";

в) абзац второй пункта 1 считать абзацем третьим;

г) пункт 2 дополнить абзацем вторым следующего содержания:

"Решение о совершении крупной сделки, связанной с размещением акций, составляющих свыше 50 процентов ранее размещенных обществом акций, а также эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, которые в результате конвертации составят свыше 50 процентов ранее размещенных обществом акций, принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций, присутствующих на собрании.";

д) дополнить статью пунктами 3 и 4 следующего содержания:

"3. В случае, если крупная сделка одновременно является сделкой, в совершении которой имеется заинтересованность, к порядку ее совершения применяются положения главы XI настоящего Федерального закона.

4. Крупная сделка, совершенная с нарушением требований настоящей статьи, может быть признана недействительной по иску общества или акционера."

44. Пункт 7 статьи 83 исключить.

45. В пункте 1 статьи 84 после слов "признана недействительной" включить слова "по иску общества или акционера".

46. Пункт 1 статьи 91 изложить в следующей редакции:

"1. Общество обязано обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным пунктом 1 статьи 89 настоящего Федерального закона. К документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа имеют право доступа акционеры (акционер), имеющие в совокупности не менее чем 10 процентов голосующих акций общества.

В случае использования в отношении открытого акционерного общества специального права ("золотой акции") указанное общество обеспечивает представителям Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования доступ ко всем своим документам."

47. В пункте 1 статьи 93 слово "антимонопольного" исключить.

48. В пункте 4 статьи 94 после слова "Положения" включить слова "абзацев второго и третьего".

Статья 2. Настоящий Федеральный закон вступает в силу со дня его официального опубликования.

Приложение 3.

Комментарий к проекту федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "Об акционерных обществах"

Внесение изменений и дополнений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" вызвано необходимостью приведения положений указанного закона в соответствие с иными федеральными законами, принятыми позднее, а также практикой применения указанного закона.

Ряд предлагаемых поправок направлен на устранение двойственного толкования некоторых положений закона "Об акционерных обществах", которое приводит к его неверному применению и создает основу для судебных споров. К числу таких поправок относятся поправки в пункт 2 статьи 7, в статью 12, пункт 3 статьи 15, пункт 3 статьи 28, в статьи 31 и 32, пункт 4 статьи 34, в статьи 36, 38 и 42, пункт 3 статьи 53, пункт 1 статьи 66, в статью 68. Большинство этих поправок носит редакционный характер.

Значительная часть поправок связана с вступлением после закона "Об акционерных обществах" в действие ряда других федеральных законов. В первую очередь это касается закона "Об обществах с ограниченной ответственностью", предложившего в ряде случаев более удачную редакцию положений, аналогичных положениям закона "Об акционерных обществах". В этих случаях для того, чтобы исключить возможность различного применения таких положений, необходимо устранить различия в их редакции. К числу таких поправок относятся поправки к пункту 5 статьи 15, к абзацу третьему пункта 1 статьи 29, к статье 30, пункту 3 статьи 34, к статье 43. Позднее закона "Об акционерных обществах" вступил в действие и закон "О рынке ценных бумаг", продублировавший ряд его положений. Для того чтобы исключить ненужное дублирование, уточнить редакцию, а также снять противоречие некоторых таких положений предлагаются поправки к статьям: 16, 18, 19, ряд поправок в статью 33, в статью 37, к статье 39.

Наконец, ряд поправок вносит в закон "Об акционерных обществах" изменения, необходимость которых возникла в процессе его применения. В первую очередь к таким поправкам относятся поправки, направленные на **защиту интересов акционеров акционерных обществ**. Без создания надежной

основы для защиты интересов акционеров нельзя рассчитывать на привлечение в акционерные общества инвестиций.

Именно для решения таких проблем, предлагаются поправки, предусматривающие возможность принятия решения о размещении дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем закрытой подписки только общим собранием акционеров (поправка в абзац первый пункта 1 статьи 39).

Поправка в пункт 2 статьи 34 исключает возможность превращения формально открытой подписки в фактически закрытую путем установления требования об оплате акций специфическим имуществом.

Поправки в статью 40 предусматривают преимущественное право всех акционеров на приобретение размещаемых дополнительных акций независимо от наличия указания об этом праве в уставе акционерного общества.

В целях защиты интересов акционеров вносится поправка и в абзац первый пункта 1 статьи 29, устанавливающая правило, по которому при уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости должна уменьшаться номинальная стоимость всех акций.

Для того чтобы исключить злоупотребления, связанные с неполной оплатой акций, вносятся изменения в пункт 2 статьи 34, которые требуют полной оплаты дополнительных акций при их размещении.

Поправки в пункты 3, 4 статьи 69 позволяют совету директоров более действенно осуществлять контроль за функционированием исполнительных органов общества.

Ряд предлагаемых поправок уточняет правила созыва и проведения общего собрания акционеров. В частности, это поправки в статьи 50, 53 и 55.

К числу поправок, дополняющих текст закона, относится, в частности, поправка, дополняющая статью 28 пунктом 5. Эта поправка вызвана тем, что действующая редакция закона "Об акционерных обществах" не упоминает о возможности увеличения уставного капитала акционерного общества за счет его собственного имущества, то есть капитализации. Также закон не определяет порядок совершения крупной сделки, связанной с размещением акций и иных ценных бумаг. Для того чтобы устранить этот пробел, предлагается поправка в пункт 1 статьи 79.

Основная часть предложенных изменений и дополнений, касающаяся специального права ("золотой акции"), связана с необходимостью законодательного урегулирования отношений, возникающих с применением этого специального права "золотой акции".

Так, статья 5 Федерального закона "О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации" от 21.07.97 г. предусматривает возможность выпуска "золотой акции", понимая ее как специальное право государства на управление акционерным обществом, не ограничивает срок ее действия и предусматривает возможность использования этого права при принятии решения о продаже находящихся в государственной собственности акций акционерных обществ.

Законодательные нормы, предусматривающие возможность закрепления за государством специального права на участие в управлении акционерным обществом, являются специальными нормами, устанавливающими правовой механизм государственного регулирования экономики, и не могут рассматриваться как противоречащие Федеральному закону "Об акционерных обществах", как и ненормативные акты, изданные органами государственной власти в пределах их компетенции с целью реализации указанного специального права.

Практика хозяйствования акционерных обществ, в отношении которых действует специальное право "Золотая акция", показывает, что отсутствие в Федеральном законе "Об акционерных обществах" норм, регулирующих отношения, связанные с указанным специальным правом, неизбежно вызывает затруднения при решении вопросов:

- подготовки текста устава;
- реорганизации общества;
- увеличения уставного капитала;
- государственных инвестиций на развитие общества;
- выплаты дивидендов;
- подготовки общего собрания акционеров;
- определения компетенции общего собрания акционеров;
- подготовки и принятия решений общего собрания акционеров;

- определения порядка участия акционеров в общем собрании акционеров;
- осуществления права на участие в общем собрании акционеров;
- получения информации о проведении общего собрания акционеров;
- определения кворума общего собрания акционеров;
- порядка голосования на общем собрании акционеров;
- составления протоколов об итогах голосования и общего собрания акционеров;
- состава, компетенции, избрания совета директоров и ответственности его членов;
- предоставления информации о деятельности общества и др.

В связи с неограниченностью срока действия специального права "золотая акция" не должна рассматриваться как временная особенность акционерных обществ и связываться с процессом приватизации, исключая законодательные нормы, в которых прописаны указанные особенности.

Положения, регулирующие отношения, возникающие с применением специального права "Золотая акция", целесообразно внести в Федеральный закон "Об акционерных обществах", определяющий порядок создания и правовое положение акционерных обществ, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивающий защиту прав и интересов акционеров и распространяющийся на все акционерные общества, созданные или создаваемые на территории Российской Федерации, если иное не установлено законодательством Российской Федерации.