

РАЗРАБОТКА КОНЦЕПЦИИ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Вопросы корпоративного права играют все более значительную роль в экономике России и оказывают все большее влияние на развитие фондового и финансового рынков. Поэтому ГИФА уделяет немалое внимание в своей деятельности проектам и мероприятиям в области корпоративного управления и законодательства, повышения прозрачности российских компаний, минимизации инвестиционных рисков, связанных с корпоративным управлением и правовым полем деятельности предприятий.

В конце 2004 г. Гильдией совместно с Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) и международной юридической фирмой «Бейкер и Макензи» по заказу МЭРТ РФ (в рамках НИР) было организовано исследование корпоративного законодательства в России. Целью исследования, которую поставил департамент по корпоративному управлению Министерства экономического развития и торговли РФ, было проведение тщательного анализа российского законодательства и зарубежного опыта для дальнейшей подготовки концепции развития корпоративного законодательства. Гильдией и организациями-соисполнителями была сформирована группа экспертов, которая провела большую работу, подготовив подробный анализ ключевых проблем и вопросов в российском корпоративном праве. Экспертами также были направлены предложения по решению многих выявленных проблем или подходам для поиска эффективных решений этих проблем.

Как и планировалось, в феврале—марте 2005 г. совместно с МЭРТ РФ были организованы 4 «круглых стола», на каждом из которых обсуждались результаты исследования более широким кругом экспертов (см. ниже комментарии экспертов). В обсуждении принимали учас-

тие не только специалисты различных организаций и фирм, включая юридические компании, госорганы, суды, но и представители предприятий, финансовых институтов, а также миноритарных и мажоритарных акционеров.

В настоящее время продолжают обсуждение полученных результатов исследования и разработка на ее основе концепции корпоративного законодательства. Ознакомиться с вынесенными на обсуждение материалами можно на сайте ГИФА www.gifa.ru.

КОММЕНТАРИИ ВЕДУЩИХ ЭКСПЕРТОВ РАБОЧЕЙ ГРУППЫ

ЕКАТЕРИНА МАКЕЕВА

советник по корпоративному управлению
ОАО «ТНК—BP Менеджмент», научный руководитель
экспертной группы

Исходя из того что корпоративным правом регулируются статус, порядок создания и деятельности юридических лиц (в первую очередь хозяйственных обществ), а также отношения в области управления юридическим лицом, формирования уставного капитала и распределения прибыли, ядром исследования стали 4 основные темы:

- типология организационно-правовых форм юридических лиц;
- реорганизация юридических лиц;
- соотношение компетенции различных органов управления юридического лица. Пересечение компетенции, конфликты интересов и корпоративные конфликты (трудовые отношения не рассматривались);
- отношения взаимозависимых юридических лиц (отношения в рамках группы лиц).

Естественно, эти темы не «выкристализовались» из воздуха. Предварительно был проведен серьезный анализ, в том числе по темам, не относящимся непосредственно к корпоративным отношениям, хотя и тесно с ними связанным. К сожалению, работа экспертов осталась за рамками материала исследования. Поэтому было бы целесообразным перечислить эти темы, обратив внимание читателей на ряд выводов. Надеюсь, у нас будет возможность вернуться к их более подробному рассмотрению.

• **Регулирование деятельности юридического лица.** Общая и специальная правосубъектность, лицензирование. Институт лицензирования, несмотря на значительные изменения в этой области, до сих пор остается одним из наиболее противоречивых институтов отечественного законодательства. Во многом это связано с неопределенностью статуса лицензирования, в частности, ключевыми являются вопросы о том, представляет ли собой лицензия единственный способ наделения лица правом заниматься определенным видом деятельности и что понимать под словом «деятельность».

• **Привлечение финансов: соотношение ссудного и собственного капитала, «германская» и «американская» модели привлечения капитала юридическими лицами.** Анализ тенденций развития финансового рынка России свидетельствует о наличии системных недостатков как банковской сектора, так и фондового рынка. Близость к «германской» модели обуславливает необходимость пересмотра основных концептуальных направлений в области регулирования фондового рынка. Крайне низкий уровень ликвидных бумаг на рынке акций, высокие административные издержки выхода на рынок являются системными недо-



ЕКАТЕРИНА МАКЕЕВА

статками, устранение которых — задача долгосрочного периода. Очевидно, что в таких условиях приоритетными направлениями для сохранения инфраструктуры российского фондового рынка должны стать принятие законодательства о секьюритизации и выработка мер, направленных на снижение стоимости выхода на рынок.

• **Доктрина вещных прав и новые объекты оборота.** В рамках корпоративных отношений, где бездокументарные бумаги оплачиваются безналичными деньгами, особенно заметна недостаточность правового регулирования в области учета прав. Это относится к проблемам не только депозитарно-регистраторского учета прав на ценные бумаги, но и банковского «учета» прав на деньги. Такие «учетные» проблемы в итоге приводят к невозможности ограничения лицензионных видов деятельности: банковской (в том числе в связи с отсутствием законодательно закрепленного понятия расчетов), брокерско-дилерской (невозможность квалифицировать как заем перевод ценных бумаг с собственного счета брокера на «специальный брокерский счет») от иной хозяйственной (предпринимательской) деятельности. Отсутствие непрерывности учета в системе учета прав приводит к возникновению рисков, при этом общие

правила о переходе рисков при передаче вещи неприменимы к правам. Возникновению дополнительных рисков способствует и дуализм учетной системы — деление учетных институтов на депозитарии и регистраторы сегодня вряд ли имеет под собой серьезное обоснование.

• **Раскрытие информации: интересы непосредственных участников корпоративных отношений и публичный интерес.** Правомочия и обязанности государства как субъекта хозяйственных отношений и регулятора. Как известно, информационная прозрачность является одним из краеугольных камней рыночной экономики, и уже не требует подтверждения. Между тем регулирование информации сложно назвать системным. Пожалуй, наиболее заметным событием в информационном регулировании в последнее время стало появление закона «о коммерческой тайне». Однако регулирование в области использования инсайдерской информации, манипулирования, требований к механизмам, объему и субъектам раскрытия информации все еще оставляет желать лучшего.

• **Правоотношения с иностранным элементом в области корпоративного права и правоотношений, тесно с ним связанных.** Действующее законодательство не позволяет рассматривать ценные бумаги как объект трансграничного оборота. В частности, отсутствует порядок определения объема и содержания прав, закрепленных ценной бумагой, выпущенной по законодательству иностранного государства. Принятие Ч. III Гражданского кодекса восполнило многочисленные пробелы в области международного частного права, однако далеко не все. Совершенно неясен вопрос, каким образом определять, например, статус бездокументарных ценных бумаг, эмитированных за пределами Российской Федерации, и права на них. Гражданский кодекс, воспроизведя существующие доктринальные подходы, установил порядок определения момента возникновения прав, но не уточнил применимое право, по которому уста-

навливается содержание права (например, каким образом устанавливать и в каком объеме можно реализовывать правомочия номинального (доверительного) собственника по английскому или американскому праву на территории России).

Дмитрий Степанов

канд. юрид. наук, адвокат

Работа экспертов, проделанная в рамках проекта по подготовке Концепции, показала, что системное реформирование корпоративного законодательства невозможно без установления иерархии интересов, которые должен защищать законодатель. Поэтому в такой чувствительной для экономики сфере, как корпоративное законодательство, любые дальнейшие реформы невозможны без установления хотя бы предварительного консенсуса по вопросу о том, чьи интересы это законодательство должно обеспечивать. Очевидно, что существует три пары интересов, из которых следует выбрать что-то одно: *во-первых*, это противопоставление мажоритарных (крупных и крупнейших) и миноритарных (неконтролирующих) корпоративных собственников; *во-вторых*, противопоставление интересов инвесторов и менеджеров (как осуществляющих текущую хозяйственную деятельность, так и членов советов директоров); наконец, *в-третьих*, инвесторов корпоративного образования (акционеров) и кредиторов, наделенных правами требования к юридическому лицу, возникшими из иных оснований, не связанных с участием в основном капитале организации.

Оставляя в стороне оценки сложившегося у нас положения, можно констатировать, что Россия, как, впрочем, и любое иное постсоветское государство с переходной экономикой, с точки зрения развитости корпоративного права и финансовых институтов относится к правопорядкам с концентрированной системой корпоративной собственности. Для подобной системы характерно то, что преобладающая часть вовлеченных в экономику орга-



ДМИТРИЙ СТЕПАНОВ

низаций по общему правилу имеет ряд крупных акционеров или кредиторов, определяющих судьбу корпорации, а воля миноритарных акционеров учитывается постольку, поскольку это не противоречит интересам мажоритарных собственников.

Исходя из отечественных реалий, представляется крайне маловероятной и утопичной реализация сценария, по которому законодательными механизмами можно было бы обеспечить существенное обновление экономических основ сложившейся системы. Поэтому законодатель в первую очередь должен обеспечить защиту прав собственности — в отечественных условиях преимущественно прав контролирурующих корпоративных собственников — и лишь в некоторой части (в какой — это вопрос для отдельного обсуждения) стимулировать корпорации к выходу на фондовый рынок, причем лишь тогда, когда контролирующие организацию лица желают этого.

Следовательно, выбор между мажоритарными и миноритарными (неконтролирующими) корпоративными собственниками должен решаться преимущественно в пользу мажоритарных собственников, поскольку именно они составляют основу экономики. Вместе с тем игнорирование интересов меньшинства в более долгосрочной перспективе приведет к утрате

доверия и привлекательности участия в корпорациях для потенциальных инвесторов, а потому бездумное потакание интересам большинства будет лишь способствовать цементированию экономики олигархического типа. Соответственно, порядок при решении вопроса, интересам каких корпоративных собственников необходимо способствовать в наибольшей степени, должен отдавать приоритет все же мажоритарным собственникам. При этом миноритарии наделяются средствами защиты их интересов, обладающих главным образом компенсационной природой: по общему правилу, неконтролирующий собственник должен получать возможность в судебном порядке требовать выплаты ему определенной денежной суммы, но при этом такой инвестор не должен обеспечиваться правовыми средствами защиты, позволяющими реально влиять на управление компанией.

Совершенно очевидно, что по линии «инвесторы — менеджеры» безусловной защитой должны пользоваться интересы инвесторов, поскольку именно они являются конечными выгодоприобретателями от деятельности юридического лица. Напротив, менеджеры — это лишь проводники воли инвесторов, а потому желания менеджеров не должны иметь какого-либо определяющего влияния на деятельность юридического лица. Подобный подход следует распространить также и на советы директоров, по крайней мере, до тех пор, пока советам директоров законодателем не будет придана функция сугубо контрольных органов. Наоборот, в публичных компаниях с высоким показателем акций, находящихся в обращении на рынке (*free float*), особенно в тех, которые лишены контролирующего акционера, советы директоров должны в обозримом будущем получить более значительные полномочия.

Наконец, если коммерческая организация существует ради своих акционеров, то интерес корпоративных собственников должен превалировать над интересами кредиторов юридического лица, а креди-

торов по общему правилу следует наделять эффективными и адекватно прописанными на уровне закона средствами защиты их интересов *ex post*, носящими компенсационный характер, но не блокирующими волю корпоративных собственников. Отказ от подобного приоритета и включение прямо противоположного подхода, предполагающего преобладание интересов кредиторов над интересами инвесторов, следует обеспечивать лишь там, где организация утрачивает или может утратить способность нести ответственность по своим обязательствам перед кредиторами. При этом подобный Рубикон вполне четко определяется законодательством о несостоятельности (банкротстве).

ДМИТРИЙ ДЕДОВ

доцент кафедры предпринимательского права юридического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова

Необходима реализация в законодательстве принципов корпоративного управления с тем, чтобы полномочия органов управления были тесно связаны с управлением бизнесом. Прежде всего, это касается полномочий совета директоров публичных корпораций. Совет директоров должен контролировать работу менеджмента по выполнению планов компании, формировать стратегию развития бизнеса (а не просто основные направления деятельности, как указано в законе об АО) и отчитываться о реализации стратегии перед акционерами. Однако требования к периодической отчетности и проведению контроля советом над исполнительными органами, а также к отчетности перед акционерами не отражены в законодательстве. Акционеры должны иметь возможность оценивать работу совета директоров с помощью не только ограничения срока их полномочий, но и установления конкретных целей и задач в рамках годового бизнес-плана и стратегии компании и их исполнения. При проведении реформы будет учитываться конвергенция «германской» и «американ-

ской» систем корпоративного управления, так как наблюдательный совет в Германии перестает быть органом только контроля и берет на себя функции по стратегическому управлению.

Деятельность совета в целом и каждого отдельного его члена в отдельности должна быть подчинена интересам всего общества, а не того акционера, который предложил его кандидатуру в состав совета. В противном случае это будет способствовать появлению у члена совета директоров конфликта интересов. Устранению конфликта интересов, возникающих у контролирующего акционера, директоров и менеджеров корпорации, в реформе корпоративного права будет уделено особое внимание. Например, если контролирующий акционер использует бизнес общества в интересах всего холдинга, то могут пострадать интересы миноритарных акционеров в этом обществе, поэтому миноритарии должны обладать полной информацией о всех выгодах, которые получает контролирующий акционер, и о результатах работы общества, если бы оно являлось независимым. Соответственно, должны быть скорректированы дивиденды, причитающиеся мажоритариям, в пользу миноритарных акционеров.

К другим предлагаемым мерам по минимизации конфликта интересов относятся: обязательное включение в советы крупнейших компаний независимых директоров, расширение критериев контроля и зависимости (аффилированности), исключение менеджмента из состава совета директоров, предоставление миноритариям возможности обменять свои акции на акции материнской компании холдинга. В США уже поняли, что совмещение президентом компании должности председателя совета директоров может поставить компанию на грань банкротства. Еще 10 лет назад это казалось нормой.

Определение зависимости должно подстраиваться не под формальные критерии (20% голосующих акций или участие в совете директоров), а учитывать любую возможность влиять на принятие ре-

шений другим человеком или коллегами (органами управления), включая общность интересов, экономическую зависимость, авторитет. Например, бывший генеральный директор NYSE Ричард Грассо, руководивший работой биржи свыше 30 лет, влиял на принятие решений о выплатах бонусов для сотрудников биржи и себя лично, не прибегая к подкупу членов комитета по вознаграждениям, а во многом благодаря личному авторитету.

Макс Гутьеро

партнер международной юридической
фирмы «Бейкер и Макензи»

По мере углубления реформ в России требуется по-новому взглянуть на корпоративное законодательство. Причина этого заключается не только в том, что по-прежнему существует обеспокоенность относительно уровня корпоративного управления, но и в таком простом вопросе, как: действительно ли корпоративное право дает максимальную отдачу хозяйствующим субъектам?

Были проведены многочисленные исследования, в ходе которых российское законодательство сравнивалось с законодательствами других стран, однако российские законодатели приняли лишь немногие предложения, возникшие в результате этих исследований. Действительно, реформа корпоративного законодательства — одна из самых сложных задач из-за разницы интересов многочисленных заинтересованных сторон в корпоративных сделках.

Мне представляется важным сгруппировать интересы этих заинтересованных сторон и попытаться удовлетворить их в максимально возможной степени. Для этого потребуются некоторое упрощение и принятие отдельных принципиальных решений. Вряд ли возможно точно оценить, а в дальнейшем дать определение экономическому эффекту той или иной реформы, это трудно сделать даже в отношении общего направления реформ. Возможно, поступа-

тельное развитие корпоративного права, начиная со средневековья, является очень важным компонентом в достижении экономического успеха странами с развивающейся экономикой, хотя снова и снова появляются новые теории на этот счет.

Что касается реформы, то, *во-первых*, в случае если владелец одновременно является и управляющим, владельцы этих компаний должны получить как можно большую степень гибкости. *Во-вторых*, особое внимание должно быть уделено правам кредиторов, которые должны знать, с кем они имеют дело, чтобы в том, что касается бухгалтерской отчетности и прочей документации, обеспечить само существование компании и по возможности соответствие европейским стандартам.

Венчурные капиталисты уже давно дали понять, что иностранные компании предпочтительнее и, самое главное, для обеспечения гарантий должна также быть увеличена и степень их гибкости.

Также управляющие на самом деле не отвечают за ущерб, который они могут нанести компании. Таким образом, необходимо проявить гибкость при предоставлении специальных прав акционерам, а также пересмотреть нормы трудового и корпоративного права в отношении к управляющим.

Наибольшую сложность представляют рынки капитала. Для того чтобы они продолжали расти, возможно, потребуются постоянные перемены. Если взять в качестве примера отношения с институциональными инвесторами, станет ясно, что практика здесь далеко не адекватно отражена в законодательстве. Другими примерами являются правила инсайдеров и общие нормы отношений с инвесторами.

Если Россия намерена стать открытой для все большего количества международных рынков, она должна пытаться все больше и больше приближать свои законоположения к тем, которые установлены на этих рынках.

Хотя многое еще предстоит сделать, проведенное исследование и начало дискуссии — положительный и своевременный шаг. ■