

Национальный совет
по корпоративному управлению

КОРПОРАТИВНАЯ РЕФОРМА И ГАРМОНИЗАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИИ И ЕС

Москва, 2006

Авторский коллектив:

Александр Астапович,
Оксана Бестужева,
Дмитрий Вайнштейн,
Макс Гутброд,
Вульф Дезер,
Ксения Лёвушкина,
Виталий Пыльцов.

Ответственный редактор:

Александр Астапович.

**Корпоративная реформа
и гармонизация корпоративного
законодательства России и ЕС**

(на рус. и англ. яз.) / А. Астапович,
О. Бестужева, Д. Вайнштейн,
М. Гутброд, В. Дезер,
К. Лёвушкина, В. Пыльцов.
М., 2006. 192 с.

Работа посвящена анализу основных направлений реформирования корпоративного права в России и его гармонизации с законодательством ЕС. Развитие рыночной экономики требует совершенствования законодательных норм в области корпоративных отношений и корпоративного управления. Авторы стремились показать возможности использования европейского опыта в проведении корпоративной реформы в России. В работе особое внимание обращено на то, что реформа должна способствовать улучшению условий предпринимательства в России и расширению ее международного сотрудничества.

ISBN 5-91105-002-1

© Национальный совет
по корпоративному управлению,
2006

ПРЕДИСЛОВИЕ

(8)

РЕЗЮМЕ

(10)

Раздел I.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА В РОССИИ И ЕС

1. КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ

(38)

1.1. Основные положения российского права
в сфере корпоративных отношений

(38)

1.2. Международный опыт и российское законодательство

(42)

2. ГАРМОНИЗАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА В ЕВРОПЕ

(46)

2.1. Особенности формирования европейского права
в сфере корпоративных отношений

(46)

2.2. Открытость структуры компаний

(50)

2.3. Финансовое положение компаний

(54)

2.4. Привлечение капитала путем открытого
размещения акций

(61)

2.5. Прозрачность рынков

(64)

2.6. Перспективы развития европейского
корпоративного права

(69)

Раздел II.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНОЙ РЕФОРМЫ В РОССИИ

3. БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ РЕФОРМЫ

(74)

3.1. Формат дискуссии по вопросам реформы

(74)

3.2. Стратегические цели корпоративной реформы

(75)

4. КОМПЕТЕНЦИЯ И ПОЛНОМОЧИЯ

РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ

(79)

4.1. Надежность информации, раскрываемой при поддержке государства

(79)

4.2. Укрепление роли государственных органов

(82)

4.3. Саморегулируемые организации

(84)

4.4. Разграничение полномочий государственных органов и частных организаций в сфере регулирования

(84)

5. УЧАСТНИКИ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ

(89)

5.1. Соотношение интересов миноритарных акционеров и кредиторов

(89)

5.2. Личная ответственность руководителей и других заинтересованных лиц

(91)

5.3. Ответственность акционеров

(95)

5.4. Система защиты капитала

(96)

5.5. Группы компаний

(99)

5.6. Корпоративное право и налогообложение

(105)

Раздел III.

КОРПОРАТИВНЫЕ ФОРМЫ

6. ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА

(108)

6.1. Основные виды корпоративных форм

(108)

6.2. Защита капитала

(110)

6.3. Раскрытие информации при создании компаний

(112)

6.4. Общие требования к раскрытию информации о бухучете

(116)

6.5. Права на получение информации и раскрытие информации

(117)

6.6. Возможные меры по обеспечению раскрытия информации

(121)

6.7. Сделки с использованием инсайдерской информации

(125)

7. ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ (ООО)

(128)

7.1. Защита интересов участников

(128)

7.2. Корпоративное управление

(133)

7.3. Защита от вывода активов путем заключения сделок с заинтересованностью

(137)

8. ЗАКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ЗАО)

(140)

8.1. Защита интересов акционеров

(140)

9. ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ОАО)

(144)

9.1. Основа корпоративного права – защищенные группы

(144)

9.2. Право на дивиденды

(146)

9.3. Корпоративное управление

(146)

9.4. Реестр акционеров

(151)

9.5. Ценные бумаги – основа обеспечения прав требования

(151)

9.6. Изменения в процессуальном праве

(153)

10. ЛИКВИДАЦИЯ И РЕОРГАНИЗАЦИЯ КОМПАНИЙ

(157)

10.1. Упрощение перехода одной корпоративной формы в другую

(157)

10.2. Формальные требования при ликвидации и реорганизации

(158)

10.3. Оценка компаний

(160)

10.4. Вытеснение

(162)

10.5. Законодательство о поглощениях

(163)

Раздел IV.

СПЕЦИАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА

11. РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

(166)

11.1. Общая характеристика рынка ценных бумаг

(166)

11.2. Требования к раскрытию информации эмитентами ценных бумаг

(167)

11.3. Требования к брокерским компаниям и финансовым консультантам

(169)

11.4. Расчетно-клиринговая система

(171)

11.5. Новые возможности для инвесторов в глобальной сети Интернет

(174)

11.6. Подготовка к листингу за рубежом

(175)

12. ПЕРЕХОД НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

(181)

12.1. Становление бухгалтерского учета и финансовой отчетности в России

(182)

12.2. Преимущества внедрения МСФО

(183)

12.3. Вызовы, обусловленные переходом на международные стандарты

(184)

12.4. Аудит

(188)

Об авторах

(191)

ПРЕДИСЛОВИЕ

(8)

Совершенствование стандартов корпоративного управления как *de jure*, так и *de facto* является одним из наиболее значимых факторов роста и процветания российской экономики. Россия наряду с другими странами с переходной экономикой за сравнительно короткий период добилась заметных успехов во внедрении стандартов корпоративного управления, отвечающих международным нормам. В фокусе предлагаемой читателю монографии – вопрос о том, каковы наиболее адекватные способы гармонизации корпоративного законодательства России и Европейского Союза и необходимые пути достижения этой непростой цели. По мнению целого ряда экспертов, российская и континентальная правовые системы имеют немало сходных черт, что может способствовать указанной гармонизации. В этом контексте важную роль играют масштабы и характер полномочий национальных регулирующих ведомств.

Помимо анализа тем, имеющих очевидную значимость и актуальность, достоинство работы состоит и в том, что сложные юридические проблемы изложены в сжатой и доступной форме. В монографии определяется главная цель, а затем в соответствии

с принятой логикой рассматривается каждая из ключевых областей, включая вопросы регулирования, собственности и контроля, правовых рамок функционирования бизнеса и рынков. Можно приветствовать сделанный в монографии упор на повышение качества корпоративного управления. Вместе с тем, авторы признают, что основной вызов состоит в дальнейшем улучшении правоприменительной практики, равно как и качества установленных законом правил. Как и в других странах с переходной экономикой, ситуация в России по-прежнему характеризуется относительной слабостью механизмов правоприменения, что в определенной мере обусловлено высокой концентрацией собственности. Один из наиболее важных аспектов касается необходимости поддержания баланса между стимулами для контролирующих акционеров и защитой прав миноритариев. Последние данные наглядно свидетельствуют об остроте этой проблемы. Постепенное улучшение законодательной базы, в том числе через гармонизацию российских правил с аналогичными нормами Европейского Союза, может сыграть в этом плане заметную роль. Устойчивое повышение качества корпоративного управления в России должно стать результатом взаимодействия частной инициативы и более эффективных мер государственного воздействия. Ключевой целью в предстоящие годы становится обеспечение взаимодополняемости частной и государственной инициатив.

(9)

*Саймон Коммандер,
директор Центра по изучению
новых и развивающихся рынков,
Лондонская школа бизнеса*

I. КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО В РОССИИ и Европейском Союзе

В условиях рыночной экономики корпоративное право должно отвечать интересам различных групп, включая как участников рынка (инвесторов, акционеров, кредиторов), так и государство. Все они заинтересованы в формировании эффективного законодательства в области корпоративных отношений и корпоративного управления.

В ходе дискуссии об обоснованности реформы успех применения той или иной правовой нормы в одной стране зачастую используется в качестве аргумента в поддержку проведения реформы и внедрения аналогичных правил и норм в другой стране. Определенный уровень гармонизации имеет свои преимущества, в первую очередь, с точки зрения прогнозируемости состояния деловой среды для иностранных инвесторов. Однако в каждой стране существует собственная специфика корпоративного права, учитывающая национальные различия в деловых традициях и потребностях бизнеса.

Применение норм европейского права не вызвало каких-либо существенных трудностей и использовалось в интересах участников рынка государств – членов ЕС с различными традициями. Европейское право развилось на основе континентальной системы, а потом уже взяло на вооружение элементы англо-саксонской модели. Однако правовая система стран ЕС остается преимущественно континентальной, что облегчает интеграцию европейских концепций права в России. Практика принятия законов в ЕС оставляет национальному органу регулирования возможность использования в законодательстве той или иной нормы европейского права. При этом принимаются во внимание особенности национального права и правоприменения, что делает подобную практику весьма привлекательной для России.

(II)

Несмотря на определенное сходство в развитии российского и европейского права, в континентальной Европе тенденции в правовой системе были предопределены в большей степени национальным законодательством стран ЕС. Это относится, в частности, к обязательной финансовой отчетности. Лишь недавно была введена ответственность при выпуске проспектов эмиссий. Европейское право также предопределило развитие и принципы регулирования аудиторской профессии.

В обозримом будущем изменения европейского законодательства о компаниях вероятнее всего будут происходить в двух проблемных областях, которые касаются публичных акционерных компаний с ограниченной ответственностью: 1) будет введено требование иметь фиксированный уставный капитал; 2) будет совершенствоваться корпоративное управление. Можно ожидать, что требование о наличии минимального размера уставного капитала будет становиться менее жестким и даже полностью упразднено по примеру США. Это обусловлено мерами по реализации действующего в ЕС принципа «свободы учреждения» («freedom of establishment»), особенно актуальными в свете недавних решений Европейского суда. Последние законодательные меры в значительной

степени стали ответом на недавние скандалы в сфере корпоративного управления. Они касаются, например, требований полного раскрытия акционерам всех составляющих вознаграждения каждого директора в отдельности и установление безусловной ответственности директоров за нарушение принципа лояльности перед акционерами (в отличие от раскрытия и ответственности только перед компанией).

Европейское право может явиться хорошей моделью для корпоративной реформы в России. Однако, как международный, так и российский опыт реформ предостерегает от слепого копирования зарубежной практики. В России сильны традиции континентального права, нашедшие отражение в Гражданском кодексе. Даже если полагать, что континентальная система корпоративного права в целом слабее англо-саксонской, было бы нецелесообразно менять сильную традицию континентального права, доминирующую в российском гражданском праве, так как это связано с совсем иными требованиями к законодателю и судьям. Предложения относительно развития корпоративного законодательства должны фокусироваться на формировании основных правил и четком определении полномочий органов управления компании, а также административных и судебных органов. Такой подход позволил бы повысить предсказуемость условий развития корпоративных отношений.

(12)

2.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ

КОРПОРАТИВНОЙ РЕФОРМЫ В РОССИИ

Развитие рыночных отношений в России потребовало существенного развития и модернизации разработанных правил и принципов корпоративного права. Однако многие из них, закрепленные законодательно и впоследствии доработанные судебной практикой, не обеспечивают надлежащих гарантий защиты интересов участников рынка, и прежде всего, инвесторов и кредиторов. Корпоративная реформа является важным условием долгосрочного эконо-

мического развития. Реформирование законодательной системы должно осуществляться на основе анализа хозяйственных отношений, существующего нормативного регулирования, истории его развития и практики применения с учетом международного опыта адаптации основных правил и правовых принципов.

Стратегические цели, которые должна преследовать корпоративная реформа в России, включают:

- улучшение условий финансирования компаний;
- дебюрократизация;
- защита интересов участников рынка;
- гибкость;
- ясность и прозрачность.

(13)

Первой целью реформы является повышение эффективности и стабильности всех типов финансирования. Недостаточное финансирование многих российских компаний, особенно средних фирм, является препятствием для достижения ими максимального уровня развития. По сути, для таких компаний отсутствует реальная возможность расширять свою деятельность внутри России и за ее пределами, что оказывает негативное воздействие на российскую экономику в целом.

Вторая цель состоит в дебюрократизации (устранении) административных норм, препятствующих деятельности компаний. Реформы, осуществленные в России в начале XXI века, были направлены на снижение бюрократических препятствий на пути развития деятельности компаний. Эту тенденцию, безусловно, следует развивать и далее, поскольку быстро развивающаяся экономика должна предоставлять соответствующую основу для меняющихся корпоративных моделей. Целесообразно дать компаниям возможность осуществлять изменение своих корпоративных моделей и структур в целях дальнейшего развития бизнеса.

Третья цель сводится к повышению эффективности и оценке применимости на практике конкретных способов защиты, направленных на укрепление доверия со стороны участников рынка.

Корпоративное право должно обеспечивать не только специальный набор способов защиты прав и интересов всех участников рынка, но и возможность выбора ими конкретных мер защиты своих прав.

Четвертой целью реформы должна стать гибкость в разработке и принятии законодательных новаций. При выработке основных принципов реформы законодатель должен проявлять гибкость и способность видеть ситуацию в перспективе. В частности, необходимо оценивать, насколько велика опасность нарушений принципов, и выработать соответствующие средства правовой защиты для таких случаев.

(14)

Пятая цель реформы – достижение ясности и прозрачности в принятии решений. Особенно негативную роль в корпоративном праве играет фактор неопределенности, который зачастую вообще не рассматривается при обсуждении реформ.

Реформа позволила бы решить ряд важных задач, включая:

- устранение многих правил, препятствующих развитию бизнеса российских компаний и повышению эффективности финансирования российского бизнеса;
- обеспечение адекватного уровня защиты прав и интересов участников корпоративных отношений;
- достижение надежности и стабильности законодательства в сфере корпоративного права и управления.

Проблемы совершенствования законодательства тесно связаны с правоприменением. В контексте дискуссий о корпоративной реформе этот аспект фокусирует внимание на таких злободневных вопросах, как преодоление коррупции и независимость судебной системы. При проведении реформы и гармонизации корпоративного законодательства России и стран ЕС необходимо учитывать как текущие возможности государственных органов, так и четкое определение их полномочий и функций. Принимаемые меры должны способствовать укреплению роли государства в регулировании вопросов корпоративного управления и корпоративных отношений, включая повышение

квалификации и обогащение профессионального опыта представителей всех ветвей власти.

Важнейшим элементом корпоративного права является раскрытие информации. Традиционно государство призвано играть важную роль в обеспечении раскрытия информации и ее получения заинтересованными сторонами. Однако во многих случаях отношение регистрирующих органов не позволяет добиться основных целей раскрытия информации. К числу таких вопросов относится:

- в настоящий момент не ясно, будет ли приобретение объектов недвижимости считаться добросовестным, если в реестр была предоставлена и опубликована неправильная информация;

(15)

- в реестрах ценных бумаг записи ведутся таким образом, что зачастую сложно установить их взаимосвязь, определить последствия в случае, если лицо, действующее добросовестно, полагалось на запись в реестре ценных бумаг. Также нет четкого определения мер ответственности в случае предоставления эмитентом недостоверной информации.

Законодательство должно быть нацелено на предотвращение случаев, когда проспекты эмиссии содержат недостоверную информацию, на усиление ответственности при наличии такой информации в проспекте эмиссии ценных бумаг;

- правовые последствия передачи реестра акционеров другому реестродержателю отрегулированы недостаточно. Передача реестра имеет решающее значение для передачи прав на эти акции, в связи с чем необходимо четко определить саму процедуру передачи реестра;

- спор относительно легитимности назначения генерального директора может длиться много месяцев. Государственный реестр юридических лиц дает слабые гарантии действительного наличия полномочий у лиц, зарегистрированных в реестре, представлять компанию. Использование опыта европейской регистрационной системы, которая требует регистрации лиц, имеющих полномочия представлять компанию, могло бы заметно ускорить решение вопроса о полномочиях генерального директора и легитимности его назначения.

Значительная часть предложений, выдвинутых в последнее время, направлена на повышение регулирующих, надзорных и контрольных функций государственного регулятора – Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР). Суть предложений сводится к тому, что для эффективного осуществления указанных функций необходимо создание единого государственного регулятора на финансовом рынке, обладающего особым статусом. На практике это предполагает независимость регулятора, подотчетность главе исполнительной власти, наличие коллегиальных органов управления и принятия решений. Реализация этих предложений требует разработки специального законодательства, определяющего полномочия, статус, систему принятия решений органом, уполномоченным осуществлять регулирование, контроль за операциями на финансовом рынке и оказание услуг его участникам. Это позволило бы наиболее эффективно защищать права и законные интересы инвесторов на финансовом рынке и обеспечило более эффективный надзор за соблюдением установленных требований и правил.

(16)

Реализация этих предложений дала бы ФСФР полномочия, сходные с полномочиями аналогичных регулирующих органов западных стран. Эффективность использования таких полномочий непосредственно зависит от оперативности реагирования регулятора на развитие рынка, нежелательное поведение его участников, а также от того, в какой мере его деятельность отвечает потребностям среднего бизнеса. В связи с этим встает вопрос о том, сможет ли реализация указанных предложений обеспечить действенную защиту прав и интересов инвесторов. Российская практика показывает, что жесткий контроль со стороны государственных органов и расширение их функций не означает повышения как надежности регулирующих мер, так и доверия к ним со стороны инвесторов.

Разработка системного подхода к регулированию необходима также с точки зрения способности саморегулируемых организаций обеспечить надежные

правила и надзор за российским рынком ценных бумаг. Учитывая европейский опыт, передача функций регулирования и контроля над определенными сферами рынка саморегулируемым организациям была бы весьма целесообразна. В таких странах как Германия, где государственное регулирование достаточно развито, роль банковских ассоциаций при страховании вкладов и фондовых бирж – при определении и принятии правил по раскрытию информации – значительно весомее, чем в России.

Осуществление контрольных функций необходимо увязать с обеспечением раскрытия информации на рынке ценных бумаг, что позволит повысить уровень доступной информации о компании в целом. Следует обратить особое внимание на раскрытие информации государственными органами, поскольку зафиксированы случаи, когда информация раскрывалась неофициальным путем и тем самым органы исполнительной власти подрывали доверие к себе со стороны компаний и инвесторов. Развитие функций государственных регулирующих органов, опирающихся на апробированную мировую практику, будет способствовать более полной интеграции России в международную договорно-правовую систему.

(17)

При передаче полномочий саморегулируемым организациям они должны быть способны возместить ущерб участникам рынка ценных бумаг, возникший в результате с недобросовестного исполнения саморегулируемой организацией своих обязанностей. Это возможно благодаря: 1) установлению минимального размера уставного капитала, который должен поддерживаться в течение всего времени деятельности компании и отчисляться в специальный фонд, учрежденный в целях возмещения ущерба; 2) введению обязательного страхования профессиональной ответственности такой организации. Фондовым биржам со значительным объемом торгов в качестве саморегулируемых организаций было бы целесообразно передать полномочия по регистрации проспектов эмиссий, по выдаче лицензий профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

2.

Основные направления корпоративной реформы в России

3. УЧАСТНИКИ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Среди областей корпоративного права и управления в России, которые требуют совершенствования и могут стать предметом гармонизации с законодательством ЕС, следует отметить: 1) механизмы, обеспечивающие надежность условий кредитного финансирования и финансирования путем вложения средств в акционерный капитал компании; 2) ответственность директоров, менеджеров и акционеров компании; 3) регулирование группы компаний и их налогообложение.

(18)

Законодательные изменения могли бы решить ряд существующих проблем, связанных с повышением ответственности руководства компаний. Речь идет о разработке правил, позволяющих четко определить основания и принципы привлечения к ответственности менеджеров компании. К числу таких оснований должны относиться вывод активов из компании, некорректное ведение учета и отчетности, «злоупотребление доверием» акционеров. Должен быть накоплен достаточный опыт применения подобных норм. В противном случае существует опасность неправильного и произвольного применения правил привлечения к ответственности генеральных директоров и иных топ-менеджеров компаний.

Введение фидуциарных обязанностей и использование их для надежного обеспечения интересов акционеров само по себе не ведет к созданию устойчивой системы защиты. Особую сложность представляют поиск надежного обоснования для оценки прибыльности и опасность ситуаций банкротства. Для этого необходимы признанные в мире стандарты финансовой отчетности.

В континентальном праве защита капитала строится на наборе правил, применяемых к порядку выплаты дивидендов, оплате собственных акций, увеличению уставного капитала, принудительной ликвидации и сделкам с заинтересованностью. Такой набор правил имеется и в российском законодательстве,

но их практическое применение наталкивается на серьезные препятствия. Существующие правила в отношении сделок с заинтересованностью носят слишком общий характер, и под них подпадает чрезмерно большое число сделок. Присуждение возмещения убытков акционерам в случае несоблюдения правил является исключением, что не обеспечивает защиты интересов акционеров. Это обусловлено отсутствием четкого механизма определения ущерба и его размера при возмещении акционерам компании.

Система защиты капитала могла бы быть основана на следующих принципах:

1) требование поддержания определенного размера уставного капитала должно быть сохранено, поскольку именно этот критерий берется за точку отсчета во многих областях законодательства;

2) для сокращения возможностей разработки сложных предбанкротных схем, направленных на сокрытие уменьшения стоимости активов, особое внимание необходимо обратить на требования по раскрытию информации об активах и их стоимости;

3) сделки с заинтересованностью должны оформляться документально. Ненадлежащее проведение сделок должно наказываться более строго в тех случаях, когда именно такие сделки стали причиной убытков.

Анализ сделок с заинтересованностью возможен только при определении реальных собственников сторон по таким сделкам. Было бы целесообразно ввести общее требование к компаниям уведомлять о приобретении крупного пакета акций. Для того чтобы дать возможность провести проверку относительно участия в сделке заинтересованных сторон, уведомление должно сопровождаться списком аффилированных компаний. Компания должна направить копию уведомления конечному акционеру. В том случае, когда конечный акционер не согласен с раскрытием его имени, он теряет право голоса по приобретенным акциям.

В случае нарушения установленной процедуры уведомления акционеры будут лишены права голоса по всем акциям. Чтобы избежать неопределенности, ФСФР должна иметь возможность проводить проверку факта

(19)

лишения права голоса акционера, нарушившего предписание об уведомлении при приобретении (консолидации) акций. Необходимо ввести четко определенный набор правил, касающихся раскрытия подобной информации. Например, в судебном разбирательстве можно перенести бремя доказательства на предполагаемого собственника компании, который фактически ведет переговоры от лица компании, но не имеет формального статуса в группе компаний.

Закон должен установить единый стандарт аффилированности (то есть критерий связанности сторон), который также должен быть основой для выявления заинтересованности в сделке с любой компанией, которая по своему уставу имеет определения о заинтересованных сторонах

(20)

Налогообложение дивидендов по ставке 9% создает определенные преимущества для холдинговых компаний. Ставка не должна снижаться, поскольку ее уменьшение будет стимулировать образование чрезмерно большого количества субъектов налогообложения. Вместе с тем, не следует привлекать компании одной и той же группы к ответственности за то, что они заключали сделки между собой и совершали действия, ставшие предметом разбирательства налоговых органов. Необходимо ввести норму, в соответствии с которой наказания не предусматриваются в тех случаях, когда одна из компаний группы действительно платила налоги, хотя должна была бы их платить другая компания той же группы.

4.

ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА

Радикальная реформа, связанная с изменениями в корпоративном праве, может оказать негативное влияние на деятельность компаний. Они будут вынуждены потратить много времени и ресурсов на приведение своей структуры в соответствие с новым законодательством, что может подорвать их позиции

на фондовом рынке, в том числе за рубежом, и повредит репутации российской правовой системы. Изменения в законодательстве должны распространяться только на вновь создаваемые компании. Существующие же компании должны иметь возможность беспрепятственно продолжать свою деятельность. Для них необходимо предусмотреть переходный период и не налагать на них дополнительные обременения (например, по перерегистрации учредительных документов). Акционерам следует предоставить право самим выбирать организационно-правовую форму, в рамках которой они хотят вести бизнес, и определять особенности структуры компании.

(2Г)

Необходимо четко определить основания ликвидации компаний. Компании должны прекращать свою деятельность в результате банкротства или путем добровольной ликвидации, а не через принудительную ликвидацию в случае отсутствия предусмотренного законом уставного капитала. Вполне возможна ситуация, когда компания не будет иметь уставного капитала, но располагать хорошей ликвидностью и осуществлять хозяйственную деятельность. Положения об обязательной ликвидации компании (при условии соблюдения упомянутых выше соображений) в связи с отсутствием уставного капитала должны быть отменены, а возможности приобретения компаниями собственных акций расширены.

Действующие в настоящее время законодательные нормы являются слабой гарантией того, что сведения, предоставляемые в регистрирующий орган, являются достоверными. Меры ответственности, предусмотренные российским законодательством, в недостаточной степени обеспечивают надлежащее раскрытие информации юридическими лицами.

Более целесообразным было бы принятие системы раскрытия информации и принципов оценки ее достоверности, предусмотренных европейской моделью. Согласно европейскому праву, информация о полномочиях представителя компании должна быть публичной, и действует в отношении третьих лиц, даже если она ошибочна. Такая система позволит сторонам

быстро установить, с кем они имеют дело, т. е. определить полномочия представителей компании и статус (финансовое положение) самой компании. Благодаря этому будет ускорен процесс заключения сделок со стороны кредитора.

На практике возможности получения акционерами информации на основе корпоративного права ограничены, поскольку отсутствует эффективный механизм применения санкций в случае непредоставления информации. В настоящее время акционеры, владеющие менее чем 25% голосов, не могут требовать предоставления им наиболее существенной информации о компании. Закон позволяет акционерам предусмотреть в корпоративных документах право на получение информации. Однако остается неясным, как будет разрешаться потенциальное противоречие между раскрытием информации согласно корпоративным документам и требованиями в отношении раскрытия информации, установленными законодательством о рынке ценных бумагах. (22)

Целесообразно предпринять следующий комплекс мер по обеспечению раскрытия информации, в большей мере ориентированных на гражданское право:

1. В духе положений европейского права потребовать от компаний обязательного раскрытия широкой публике информации, содержащейся в инвестиционных меморандумах, и их регистрации в ФСФР или саморегулируемой организации, осуществляющей функции регулятора. Законодательно должно быть закреплено правило, что вся информация, на основании которой инвесторы принимают решения о приобретении ценных бумаг (включая информацию в инвестиционном меморандуме), подлежит регистрации в соответствующем органе, осуществляющем функции регулятора.

2. Лицо, имеющее договорные отношения с эмитентом и подписывающее инвестиционный меморандум, должно нести персональную ответственность за точность предоставленной информации и на него должен накладываться штраф в случае, если

инвестиционный меморандум не будет зарегистрирован. Это позволит ввести ответственность за раскрытие информации, аналогичную нормам европейского права.

3. Предоставление компаниям возможности одновременной регистрации проспектов в Европе и в России позволит российскому госрегулятору своевременно получать информацию об условиях размещения ценных бумаг компаниями, которые, по сути, являются российскими эмитентами, или специальными проектными компаниями, созданными для размещения ценных бумаг. Прежде всего, это коснется требований в отношении дополнительного раскрытия информации в России.

(23)

4. Постепенное распространение в России европейских принципов ответственности за информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии, представляется более реалистичным, чем предыдущая попытка установления ответственности в рамках законодательства о рынке ценных бумаг.

5. Выполнение требований по раскрытию информации, содержащихся во внутренних корпоративных документах, стало бы более эффективным, если бы профессиональная организация (например, саморегулируемая организация) имела полномочия определять, должна ли раскрываться та или иная информация (например, по требованию миноритарного акционера), и следила за качеством раскрываемой информации. Профессиональные организации должны находиться под надзором государственных органов, и их деятельность должна лицензироваться.

6. Предложить компаниям установить фиксированный штраф за неправомерное разглашение информации членами совета директоров, директорами и сотрудниками и особо предусмотреть это в трудовом законодательстве. В этом случае надо учитывать трудности при определении ущерба, который может быть нанесен в результате раскрытия информации.

7. Эффективным способом повышения качества раскрытия информации может стать наделение фондовых бирж полномочиями осуществлять контроль над раскрываемой информацией в установленных

регулирующим органом рамках. Необходимо расширить функции российских фондовых бирж, что позволит им успешно конкурировать с западными биржами. Требования по раскрытию информации могут быть разработаны с учетом соответствия уровню знаний инвесторов. Для этого необходимо разработать и ввести понятие «квалифицированного инвестора». Квалифицированным инвестором следует считать лицо с определенными знаниями и опытом, позволяющими адекватно оценивать риски операций с ценными бумагами, размещаемыми на бирже. При размещении ценных бумаг на бирже среди квалифицированных инвесторов должен быть установлен специальный порядок и упрощенные требования к раскрытию информации, которые не будут распространяться на непрофессиональных инвесторов. Функции контроля за предоставлением требуемой информации и ее непосредственным раскрытием квалифицированным инвесторам могли бы быть переданы фондовым биржам, осуществляющим размещение ценных бумаг среди таких инвесторов.

(24)

Вопрос о необходимости введения законодательства об инсайдерской информации достаточно сложен и связан в основном с требованиями иностранных инвесторов. Однако принятие законодательства об инсайдерской информации может отрицательно сказаться на функциях организаторов торговли (market-maker), обеспечивающих ликвидность на фондовом рынке специфических акций эмитентов, с которыми они связаны. Учитывая важную роль организаторов торговли в дальнейшем развитии рынка, было бы целесообразно сосредоточить усилия на разработке надежной системы раскрытия информации. Речь могла бы идти о следующих мерах. Следует:

- оценить соответствие требованиям к раскрытию информации компаний, чьи ценные бумаги включены в листинг;
- существенно повысить штрафы в случае нарушений, запретить в течение определенного времени включать в листинг новые ценные бумаги не только самому эмитенту, но и компаниям, входящим в группу эмитента;

- позволить и по истечении некоторого времени даже поощрять включение положений о санкциях за раскрытие служебной информации в договоры с сотрудниками и членами советов директоров компании. Это укрепило бы уверенность в том, что информация не раскрывается, если это противоречит политике компании.

5. ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ (ООО)

(25)

С внесением в законодательство ряда изменений, ООО как организационно-правовая форма могло бы более адекватно отвечать интересам заинтересованных сторон. Аналогично германской системе, в России участие в ООО является правом, а не материализуется во владении ценными бумагами. В Германии имеется еще одно препятствие на пути передачи и продажи долей участия – подобная передача должна быть нотариально заверена, что дорого и обременительно. Введение такого требования необязательно для предотвращения несанкционированной передачи долей, поскольку трудность в оценке подлинности участия в ООО вполне достаточна, чтобы отпугнуть инвесторов. Очевидно, что запрет на выпуск долевых ценных бумаг ООО следует сохранить.

В то же время необходимо расширять практику выпуска обществами с ограниченной ответственностью долговых ценных бумаг, которые могли бы котироваться одновременно в России и за рубежом. Акцент должен сместиться с контроля над компаниями на контроль за выпуском ценных бумаг и раскрытием информации о таких эмиссиях. Если контроль сосредоточен на выпуске ценных бумаг, организационно-правовая форма уже не играет столь заметной роли.

Дискуссии относительно права выхода участников из общества с ограниченной ответственностью велись во многих странах. Однако в других странах, в отличие от России, это право не носит обязательного характера. Общая тенденция заключается в предоставлении права

выхода в случаях, когда участник либо не способен продать свою долю, либо не имеет постоянного существенного дохода от компании, и участие в обществе не играет для него значительной роли.

Право участников общества с ограниченной ответственностью на выход также не является инструментом защиты их интересов. Принимая во внимание, что основная цель ООО заключается в создании довольно простой в управлении компании, нет необходимости в обязательном закреплении права выхода участников из общества. Целесообразно предоставить участникам общества с ограниченной ответственностью возможность самостоятельно определять в своих учредительных документах случаи, при которых участник общества имеет право на выход, а также порядок осуществления данного права.

(26)

В уставах компаний может быть предусмотрено право вето кредиторов или их представителей на принятие определенных корпоративных решений. Эта мера в целом укрепит права кредиторов. В результате ответственность, вытекающая из принятых решений, может быть разделена между участниками компании и соответствующими кредиторами при субсидиарной ответственности кредиторов.

Российское корпоративное право закрепляет принцип, в соответствии с которым одному физическому лицу предоставляются все полномочия выступать от имени общества, выполняя функции единоличного исполнительного органа. Это не соответствует зарубежной практике, и многие западные компании не устраивает то, что они вынуждены полагаться на решения одного человека. В Германии, например, в крупнейших компаниях, акции которых котируются на бирже, а также в частных компаниях, действует «принцип четырех глаз», который предусматривает, что документы от имени компании подписываются двумя членами совета директоров. Подписание документа двумя ответственными лицами соответствует рекомендациям международных организаций в отношении мер по пресечению отмывания денег и мошенничества.

С учетом европейского опыта в России было бы целесообразно ввести правила, в соответствии с которыми трудовой договор, заключаемый между работником (специалистом или менеджером) и компанией, может содержать требования о неразглашении работником информации (оговорка о конфиденциальности), полученной в ходе работы в компании (например, о новых технологических разработках) и запрете работы на конкурентов компании в течение определенного срока после увольнения этого работника из компании. В течение оговоренного срока компания обязуется выплачивать работнику соответствующую компенсацию.

(27)

Наряду с мерами по раскрытию информации следует обратить внимание на следующие аспекты системы оспаривания сделок:

1. Нынешняя система одобрения сделок с заинтересованностью и крупных сделок могла бы быть заменена системой, в которой не нужны согласования, но будет предусмотрена возможность аннулировать сделки в случае банкротства компании. После банкротства кредиторы могут предъявлять требования об аннулировании сделок, но только с оговоркой, что платежи должны поступить на счет обанкротившейся компании. Срок исковой давности по таким сделкам может быть значительно увеличен, например, до 5 лет, т. е. того периода, который обычно требуется для определения ответственности акционеров.

2. Сбор документации может быть возложен на ФСФР или независимого аудитора, назначаемого ФСФР. Это позволит защитить компанию от раскрытия конфиденциальной информации.

3. Для того, чтобы руководители следовали правилам, необходимо предусмотреть их личную ответственность в случае совершения ими сделок с заинтересованностью. Если руководитель не представил отчет по сделке в соответствии с требованиями к документации, такая сделка должна быть предметом его личной ответственности.

4. Для того, чтобы избежать принудительного банкротства или процедуры ликвидации, можно

разрешить кредиторам отказаться от своего права требовать банкротства и вместо этого принимать такие меры, которые они сами считают необходимыми.

6.

ЗАКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ЗАО)

К законодательным мерам по улучшению деятельности закрытых акционерных обществ следует отнести:

- усиление, по сравнению с ООО, защиты от заключения сделок с заинтересованностью, поскольку необходимо защищать текущие интересы акционеров с целью избежать потери активов компании;

(28)

- снижение до минимума контроля со стороны ФСФР.

В частности, это относится к случаям, когда имеются ограничения на продажу акций, например, при наличии преимущественного права покупки, что делает невозможной продажу акций на открытом рынке.

Более того, если в целом будут усилены ответственность и обязательства за раскрытие информации, отпадет необходимость в контроле над ЗАО. Это позволит также отменить довольно спорный лимит в 50 акционеров, свыше которого ЗАО должны быть реорганизованы;

- необходимость введения специальных правил по обнаружению и выявлению фактов и случаев нарушения правил защиты, применяемых к заинтересованным лицам. Это позволит выявить причины неплатежеспособности и убыточности компании посредством дополнительного аудита (одна из характерных черт германского права);

- пересмотр правил, касающихся создания компании, включая подготовку ее учредительных документов, с целью обеспечения надежной защиты интересов венчурных инвесторов.

Чтобы укрепить возможность внедрения венчурного капитала в корпоративные структуры России, необходимо использовать механизмы, которые отличаются от стандартных механизмов и правил, предусмотренных для небольших акционерных обществ. Небольшим АО целесообразно разрешить включать

в уставы правила, определяющие процедуру голосования по тем или иным вопросам, порядок продажи акций компании. Такие положения технически могли бы рассматриваться как соглашения между акционерами или даже, возможно, как соглашения между третьими лицами. Это позволило бы обеспечить четкое регулирование различных видов продаж: одновременную продажу всех пакетов акций (drag-along), продажу акций на тех же условиях, что и для крупных акционеров (tag-along); положения об обязательной продаже пакета акций по цене, предложенной отказавшемуся от покупки акционеру (shotgun).

(29)

Инвесторы не должны сталкиваться с препятствиями при предоставлении менеджерам компании возможности становиться ее акционерами. Вместе с тем, необходимо предусмотреть меры, позволяющие исключать таких лиц из состава акционеров. Соответствующие положения должны быть четко прописаны в уставе компании. Это даст возможность предвидеть случаи, предполагающие исключение из состава акционеров.

7. ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ОАО)

Как и в других странах, в России существует потребность в корпоративной форме, которая была бы приемлемой для портфельных инвесторов. Это предполагает высокую степень унификации регулирующих и надзорных норм. Особое внимание следует уделить достижению баланса интересов миноритарных и мажоритарных акционеров. Как правило, в отношении миноритарных акционеров ограничивается право голоса и право на дивиденды. В России не существует общей защиты от корпоративного шантажа. Даже если очевидно, что миноритарные акционеры блокируют определенные решения с целью заставить мажоритарного акционера согласиться с изменением их решения, у него нет средств правовой защиты. Права акционеров должны стать предметом более пристального контроля в целях

недопущения злоупотребления ими. Акцент должен быть сделан на сужении временных рамок в отношении процедур, связанных с миноритарными акционерами.

При раскрытии информации о сделках, заключаемых ОАО, должны быть установлены более жесткие требования к раскрытию информации относительно обоснованности ценообразования и лиц, входящих в одну группу с акционерным обществом. По сравнению с ООО и ЗАО, ОАО должны обеспечивать более широкий доступ миноритарных акционеров к информации о движении активов общества.

Процедура уменьшения размера уставного капитала должна быть упрощена, позволив распределять денежные средства, которые в противном случае оставались бы вне рыночного оборота. Существующие правила не обеспечивают достаточной защиты для акционеров. Они не позволяют распределять имеющиеся денежные средства и сдерживают гибкое управление в акционерных обществах. Необходимо устранить непоследовательность действующей системы и сделать ее более универсальной.

(30)

Практика свидетельствует в пользу сохранения системы, при которой совет директоров контролирует деятельность правления. Разделение ответственности между членами совета обеспечивает определенную прозрачность управленческой структуры. Большая степень прозрачности была бы достигнута введением общего запрета на избрание членом правления и работников членами совета директоров, как это сделано в Германии.

Процедура кумулятивного голосования при выборах в совет директоров предусматривает независимость членов совета директоров. Однако эта процедура отличается от избрания независимого директора. В частности, мажоритарный собственник может потерять контроль в том случае, если с помощью поданных им голосов будет избран действительно независимый директор, а миноритарные акционеры изберут своих представителей.

Число членов совета директоров необязательно должно зависеть от числа акционеров, как это

происходит в настоящее время в соответствии с положениями ст. 66 Закона об АО. Не доказан сам факт того, что большее число членов совета повышает эффективность его деятельности. Контроль за численностью совета директоров может быть возложен на фондовые биржи. Срок полномочий членов совета директоров необходимо увеличить до 5 лет в целях обеспечения выработки долгосрочной политики и наличия стабильного состава совета директоров. Члены совета директоров будут избираться сроком на 5 лет путем кумулятивного голосования. Однако их полномочия могут быть прекращены в любой момент на основании решения общего собрания акционеров.

(31)

Следует рассмотреть вопрос о том, должны ли решения, принимаемые советом директоров, считаться недействительными в случае нарушения процедур. В частности, речь идет о случаях, когда членам совета не предоставлена необходимая информация.

В целях сближения с европейским законодательством целесообразно ввести реестры акционеров, которые должны стать основой для обеспечения достоверной информации по этому вопросу. Необходимо также принять положение о том, чтобы все лица, уполномоченные представлять общество согласно реестру, были бы обязаны подтверждать фактические изменения в реестре акционеров. В результате любое изменение в реестре акционеров должно было бы вноситься в реестр до его вступления в силу. Реформа, связанная с реестром акционеров, и сама система регистрации должны предшествовать созданию Центрального депозитария, так как регулирование деятельности депозитария будет способствовать формированию стабильной системы ведения реестра акционеров.

Ценные бумаги, в частности акции и корпоративные облигации, могли бы служить инструментом для предоставления обеспечения в России. В российской практике движимое имущество в качестве предмета залога считается ненадежным, а залог недвижимого имущества сопряжен с трудностями и не очень эффективен. Ценные бумаги

на предъявителя практически не используются. Это предполагает развитие системы регистрации, которая повысит надежность по заложенным обязательствам, обеспечит основу для создания механизмов обеспечения при банкротстве собственника или последующего принятия им решения о неисполнении договора.

В ходе изменений в процессуальном праве акцент необходимо сделать на двух аспектах применения корпоративного права.

1. *Единообразная процедура признания корпоративных решений недействительными.*

В настоящее время российские суды могут принимать к рассмотрению споры о недействительности решений, принятых на общем собрании акционеров, и других корпоративных решений. Немецкий же подход к процессам такого характера требует уведомить других акционеров, которые могут выбирать, присоединяться им к этому процессу или нет. Если они решат не присоединяться, решение все равно будет действительным.

(32)

В Германии процессуальные нормы действуют на основе сложившейся судебной практики, однако в России целесообразно разработать единый законодательный акт. Он должен предусматривать ситуацию, когда один из акционеров, который может иметь дружественные отношения с руководством компании, способен не допустить подачу иска вопреки воле всех акционеров.

Серьезная проблема состоит в том, что в российских регионах проблематично выбрать соответствующее место для решения таких споров из-за недостаточной компетентности местных судов. Однако именно акционеры при создании компании должны сами принять решение о соответствующем суде с учетом интересов миноритариев.

2. *Упорядочение мер предварительного обеспечения.* Чрезмерное использование возможностей правоприменительных органов и их нежелание или неспособность выполнять предписанные законом действия, включая надлежащее предъявление обвинения в совершении преступления в случаях поддержки

со стороны суда, может привести к корпоративным скандалам.

В российской практике не уделяется должного внимания вопросам разумности вынесения предварительного решения об обеспечении иска. Например, меры предварительного обеспечения могут запрещать проведение общих собраний акционеров. Ни одна из сторон не потеряет каких-либо прав, если истец, согласно судебному определению, должен будет согласиться с возможностью проведения собраний акционеров и впоследствии сможет обжаловать решения, принимаемые на таких собраниях. Это позволит определить, сможет ли реализация истцом своего права голоса изменить исход голосования, поскольку по закону это могло бы являться предпосылкой для успеха иска.

(33)

8.

Ликвидация и реорганизация компаний

Переход одной корпоративной формы в другую является важной частью экономической жизни. При смене корпоративной стратегии более подходящей для компании может стать иная организационно-правовая форма. Согласно толкованию судов, закон «Об акционерных обществах», определяющий порядок реорганизации акционерных обществ путем слияния, присоединения, разделения или выделения, не предусматривает возможность проведения реорганизации обществ посредством объединения с юридическими лицами иных организационно-правовых форм либо разделения их (выделения) на акционерное общество и юридическое лицо в другой организационно-правовой форме. Однако не существует реальных причин для запрета подобной процедуры, которая должна быть предусмотрена законодательством.

Наиболее серьезные препятствия, с которыми может столкнуться компания в случае реорганизации и ликвидации, возникают не столько из-за положений корпоративного права, сколько из-за соответствующих

процедур регистрации юридических лиц. В результате сложившейся практики деятельности регистрационных органов процедуры ликвидации и реорганизации более обременительны, чем создание новой компании.

По обязательствам, возникшим до государственной регистрации, учредители общества отвечают солидарно. Аналогичное правило должно распространяться и на случаи снятия с регистрационного учета в государственном реестре юридических лиц в результате ликвидации и реорганизации компании. С момента снятия с регистрационного учета прекращается ограниченная ответственность акционеров (участников) и возникает солидарная ответственность акционеров (участников) компании по ее долгам.

(34)

Ликвидация компаний может проводиться по ускоренной процедуре, если другое юридическое лицо с большим уставным капиталом принимает на себя соответствующие обязанности ликвидируемого должника или предоставляет банковскую гарантию на сумму, равную сумме активов, подлежащей распределению при ликвидации (с подтверждением того, что именно осталось), или размеру уставного капитала.

При оценке компаний могут использоваться механизмы, позволяющие определять цену без привлечения внешних экспертов. К их числу относится принцип «русской рулетки», согласно которому один акционер предлагает другой стороне (другому акционеру) свою цену за акции. У другой стороны есть альтернатива: продать свои акции по предложенной цене или купить по этой же цене акции первой стороны. В соответствии с иным механизмом, одному акционеру предлагается разделить компанию по своему усмотрению, а другому сделать выбор между продажей своей части и покупкой не принадлежащих ему акций. В качестве альтернативы оценка может быть проведена экспертом, назначенным представителем миноритарных акционеров, представителем большинства акционеров и третьим лицом, назначенным обеими сторонами, либо ФСФР.

Законодательство о правилах вытеснения является важным, поскольку обеспечивает возможность прекращения листинга. Листинг предполагает привлечение миноритарных акционеров. В ряде стран, например, в США, прекращение листинга невозможно, если существует достаточно большое число миноритарных акционеров. Правила вытеснения необходимы для того, чтобы компании уже во время планирования листинга знали, как и на каких условиях процесс листинга может быть прекращен. Невозможность вытеснения уменьшает стоимость компании в глазах стратегических инвесторов, которые не заинтересованы в привлечении капитала посредством фондовой биржи. Одним из наиболее серьезных аргументов против проведения листинга в США на сегодняшний день является невозможность снятия компании с листинга (делистинг).

(35)

9. ВНЕДРЕНИЕ В РОССИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ СТАНДАРТОВ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ (МСФО)

МСФО должны войти в состав законодательной базы Российской Федерации. Введение новых правил в отношении отчетности потребует незамедлительного приведения в соответствие с ними других областей законодательства (корпоративное и налоговое право и т. п.). Если большинство экономических субъектов перейдет на МСФО, возникнет необходимость изменения процесса подготовки государственного бюджета, изменится основа государственной статистики.

МСФО не распространяются на некоммерческие организации (правительственные организации, благотворительные фонды, культурные, медицинские, муниципальные). Для таких организаций также необходимо внедрить приемлемые правила бухгалтерского учета и отчетности. Примером таких международно признанных правил были бы Международные стандарты учета для общественного сектора (IPSAS), издаваемые Международной федерацией бухгалтеров (IFAC).

Необходимо создать единую профессиональную организацию в области аудиторской деятельности. Это должна быть саморегулируемая организация, включающая в себя аудиторские фирмы, индивидуальных аудиторов, а также представителей государственных органов (например, Министерства финансов, ФСФР, Банка России) и других заинтересованных сторон – организаторов торговли на рынке ценных бумаг, представителей инвестиционного сообщества. Членство в этой единой организации должно быть обязательным для всех аудиторских фирм и индивидуальных аудиторов.

(36)

Роль данной организации должна состоять в регулировании аудиторской деятельности с целью обеспечить высокий уровень аудиторской профессии, соответствующий потребностям делового сообщества, инвесторов и государства. В функции данной организации должны входить разработка профессиональных стандартов, установление и контроль за соблюдением норм профессиональной этики, аттестация и обучение аудиторов, контроль качества аудиторских проверок, разработка методических материалов, а также административные и дисциплинарные вопросы.

РАЗДЕЛ I.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА В РОССИИ И ЕС

1 КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ

(38)

1.1.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РОССИЙСКОГО ПРАВА В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Основы российского корпоративного права были заложены в 1994 г. в первой части Гражданского кодекса РФ¹, которая определяет условия регулирования разнообразных корпоративных форм в значительной степени по немецкому образцу. В российской практике помимо индивидуальных предпринимателей широкое распространение получили общества с ограниченной ответственностью и акционерные общества. Их правовое регулирование нашло дальнейшее развитие в Законе об обществах с ограниченной ответственностью (Закон об ООО)²

1 До принятия первой части Гражданского кодекса РФ в 1994 г. основные принципы корпоративного права были предусмотрены в президентских указах: Указ Президента РФ от 01.07.1992 г. № 721 «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества» (вместе с Положением о коммерциализации государственных предприятий с одновременным преобразованием в акционерные общества открытого типа).

2 Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ от 8 февраля 1998 г. (с изменениями и дополнениями).

и в Законе об акционерных обществах (Закон об АО)¹. В последующие годы Закон об ООО практически не претерпел изменений. В Закон об АО был внесен ряд поправок и дополнений, направленных на повышение уровня защиты интересов миноритарных акционеров².

Выпуск акций³ и корпоративных облигаций регулируется законодательством о рынке ценных бумаг, в соответствии с которым перед размещением ценных бумаг необходимо зарегистрировать соответствующий проспект эмиссии. Регистрацию осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) подобно Комиссии США по ценным бумагам и биржам (US Securities and Exchange Commission). Однако, в отличие от американского регулятора, ФСФР не имеет полномочий на проведение досконалих расследований и/или введения значительных санкций за несоблюдение предписаний, за исключением права отказать в регистрации. Одним из результатов этого является редкое выполнение эмитентами требований, предъявляемых к раскрытию информации.

(39)

Структура корпоративного законодательства в России обусловлена, главным образом, следующими факторами:

1. Сильные гражданские традиции в юриспруденции, которые восходят к началу XX столетия⁴,

1 Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. (с изменениями и дополнениями).

2 Например: Федеральный закон «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 120-ФЗ от 7 августа 2001 г., который дополнил преимущественные права миноритарных акционеров; Федеральный закон «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 17-ФЗ от 6 апреля 2004 г., изменивший процедуру выплаты дивидендов.

3 Акционерными обществами являются такие компании, которые создаются в соответствии с Законом об АО и которые выпускают акции, являющиеся эмиссионными ценными бумагами (в отличие от неэмиссионных ценных бумаг, таких как, например, долговые обязательства, подобных «векселю», в соответствии с Конвенцией о единообразном и простом векселе, которая была заключена в Женеве 7 июня 1930 г., опубликована в «Собрании законов», отд. II, № 18, ст. 108; СССР присоединился 7 июня 1930 г.), а также в которых предусмотрена ограниченная имущественная ответственность акционеров.

4 Сборник гражданских законов Российской империи, принятый в 1912 г., считается точкой отсчета кодификации гражданского законодательства.

1.1.

Основные положения российского права
в сфере корпоративных отношений

в настоящее время продолжают развиваться с помощью большого числа ученых-правоведов. Предпочтение, отдаваемое использованию абстрактных понятий, обуславливает важную роль континентальной модели в формировании корпоративного права в России. Выбор континентальной модели представляется естественным, особенно принципов, касающихся ограничения ответственности руководящих лиц. Этот момент играет весьма существенную роль, принимая во внимание опыт советского и постсоветского периодов, когда требования к физическим лицам как о возмещении ущерба, так и по уголовным делам предъявлялись или в политических целях, или в связи с переделом собственности. С учетом этого концентрация внимания на фидуциарных обязанностях директоров, что характерно для системы общего права, привела бы к злоупотреблениям. Усиление личной ответственности укрепило бы также тенденцию, в соответствии с которой российские собственники предпочитали бы не занимать официальных должностей в своих компаниях.

(40)

2. Вместе с тем российское законодательство о ценных бумагах в большей мере ориентировалось на американскую модель, поскольку требовались правовые акты, которые помогли бы организовать взаимодействие различных групп акционеров, появившихся в результате приватизации. В ходе первых приватизационных аукционов и работники, и инвесторы, и менеджмент оказались не в состоянии получить контрольные пакеты акций компаний. В начале 1990-х гг. в России отсутствовали компетентность и надежность при решении запутанных корпоративных вопросов. Передача регулирующих функций одному специальному органу казалась наиболее приемлемым способом обеспечить выполнение требований закона практически по всей стране. Во всяком случае, этот способ выглядел более надежным, чем наделение сравнительно незначительными полномочиями бирж (как в немецкой модели), или саморегулируемых организаций, или регистраторов, ведущих реестр компаний.

Правовое регулирование в России при отсутствии практического и делового опыта во многом

формировалось на основе теоретических изысканий. Характерным примером может служить разработка законодательства об обществах с ограниченной ответственностью (ООО) и закрытых акционерных обществах (ЗАО). Разработчики законов считали, что ООО и ЗАО будут иметь ограниченное число участников/акционеров. Поэтому предоставление преимущественных прав в случае продажи акций рассматривалось обязательным условием, направленным на защиту интересов акционеров. В том же, что касается процедуры осуществления этого права, не допускались никакие соглашения между акционерами, расходящиеся с предписаниями закона¹. Как подтвердила судебная практика, преимущественное право, предусмотренное при продаже акций ЗАО, не применяется при дарении. Помешать отчуждению акций путем внесения в устав соответствующих положений, запрещающих отчуждение при дарении, также невозможно. В итоге соблюдение требований о преимущественном праве покупки акций сводится на нет сложными цепочками их передачи путем дарения, что привело к созданию в целом неэффективного механизма преимущественного права.

(41)

Несмотря на то, что после 1990-х гг. корпоративное право не претерпело значительных изменений, накопился достаточный опыт, в том числе судебный, его применения. Для контрольных пакетов акций была характерна высокая степень концентрации. Частично это произошло путем увеличения капитала, иногда при довольно спорной системе ценообразования. Особую тревогу у инвесторов вызывали соглашения об оказании услуг, сделки между заинтересованными лицами и сдача в аренду целых предприятий. Вывод активов стал особенно частым явлением после финансового кризиса 1998 г. При структурировании бизнес-групп зачастую создавалось большое число компаний с ограниченной ответственностью для защиты инвестиций, а также с целью сведения к минимуму налогового бремени без риска для бизнеса в целом. После волны

1 Ст. 7 Закона об АО и ст. 21 Закона об ООО.

1.1.

Основные положения российского права
в сфере корпоративных отношений

договорных слияний в 1999–2000 гг. одним из способов ведения корпоративных войн стало создание фальшивых реестров акционеров и использование государственных органов для получения конкурентных преимуществ. К настоящему времени осталось небольшое число компаний, владельцами которых являются акционер или группа акционеров, с пакетом акций, составляющим менее 50% голосов. Многие компании принадлежат офшорным структурам, которые, в свою очередь, частично находятся в доверительном управлении с целью защиты российских резидентов от риска лишения прав собственности в результате непредсказуемых действий государства, прежде всего, в области валютного регулирования и налогообложения. Судебная практика сконцентрирована на защите прав миноритарных акционеров. Несмотря на то, что судебная практика легко доступна благодаря наличию специализированных баз данных, обобщение и систематизация ее результатов нуждаются в заметном улучшении.

(42)

1.2.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

Роль международного права. Корпоративная практика носит довольно уникальный и комплексный характер. Интересы миноритарных и мажоритарных акционеров, а также кредиторов разнятся. Действия компаний основываются на корпоративном праве, но важную роль также играет применение основных положений гражданского и процессуального права. Типичным для многих стран является взаимодействие между тремя различными органами управления в публичных компаниях, а именно, между общим собранием акционеров, советом директоров, который обычно не участвует в ежедневной работе компании, и правлением, осуществляющим текущее руководство деятельностью компании.

Зарубежные модели права имеют собственные характеристики, в связи с чем сложно перенимать из-за рубежа правовую систему в целом. Россия как страна

с переходной экономикой предпринимала попытки претворить на практике западные концепции. К их числу относится введение института финансовых консультантов путем внесения изменений в законодательство о рынке ценных бумаг. Эта попытка оказалась неудачной не потому, что концепция, которая применяется в европейском праве, была неправильно истолкована, а потому, что не удалось определить критерии материальной ответственности финансовых консультантов.

Как показывает практика, применение норм европейского права не вызвало каких-либо существенных трудностей и использовалось в интересах участников рынка государств – членов ЕС с различными традициями. Европейское право развилось на основе континентальной системы, а потом уже были привнесены некоторые элементы англо-саксонской модели. Однако правовая система стран ЕС остается преимущественно континентальной, что облегчает интеграцию европейских концепций права в России. Практика принятия законов в ЕС оставляет национальному органу регулирования возможность использования в законодательстве той или иной нормы европейского права. При этом принимаются во внимание особенности национального права и правоприменения, что делает подобную практику весьма привлекательной для России.

(43)

Для России разнообразие обсуждаемых вопросов в отношении преимуществ и недостатков той или иной системы весьма полезно для сравнения различных правовых систем. Например, в ЕС существуют разнообразные решения относительно применения МСФО и создания корпоративных моделей в целях секьюритизации. Географическая близость европейских стран и привлекательность европейской системы регулирования для российских эмитентов делает европейское право более приемлемым с регулятивной точки зрения.

Необходимо учитывать, что несмотря на определенное сходство в развитии российского и европейского права, в континентальной Европе тенденции в правовой системе были предопределены в большей степени национальным законодательством

стран ЕС. Это относится, в частности, к обязательной бухгалтерской отчетности. Лишь недавно была введена ответственность при выпуске проспектов эмиссий¹. Европейское право также предопределило развитие и принципы регулирования аудиторской профессии².

Европейское право может явиться хорошей моделью для корпоративной реформы в России. Однако, как международный, так и российский опыт реформ предостерегает от слепого копирования зарубежной практики.

Континентальная система. В общих словах, континентальная система основана на более абстрактных правилах, в то время как англо-саксонская система требует, в частности, от суда принятия справедливого решения по конкретному делу или вопросу. Континентальная система предполагает, что судья изначально определяет, к какому результату приведет применение той или иной нормы права и уделяет второстепенное внимание вопросу, будет ли такой результат правомерным. Процедура принятия судебных решений в англо-саксонском праве кардинально отличается. Одним из проявлений их различий является тот факт, что в соответствии с англо-саксонской системой член совета директоров может быть членом правления. Это в большей мере отражает тенденцию полагаться на *ad hoc* решения, чем использовать законодательство, основанное на абстрактном принципе разделения ответственности между советом и правлением: правление осуществляет текущее руководство компанией, а совет директоров – надзор за ее деятельностью. Подобная ситуация характерна, в частности, для Германии, где члены совета директоров могут входить в состав правления только в исключительных случаях.

В России влияние традиций континентального права прослеживалось задолго до революции³. Данная

(44)

1 См.: Stefan Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, № 585, s. 326.

2 См.: Maria Alvarado Riquelme, *La independencia del Auditor en la Union Europea*, 2nd ed.

3 Гражданское право / Под ред. Е. А. Суханова. М.: Волтерс Клувер, 2004. Том I. С. 17–20; Р. Давид. Основные правовые системы современности: о континентальной и англо-саксонской системах. М., 1967. С. 39–43.

традиция была продолжена новым Гражданским кодексом. Она также доминирует в университетских программах и науке и стала основой обучения судей и принятия ими решений. Даже если полагать, что континентальная система корпоративного права в целом слабее англо-саксонской, было бы нецелесообразно менять сильную традицию континентального права, доминирующую в российском гражданском праве, так как это связано с совсем иными требованиями к законодателю и судьям. Предложения относительно корпоративной реформы должны фокусироваться на развитии основных правил и четком определении полномочий органов управления компании, а также административных и судебных органов. Такой подход позволил бы повысить предсказуемость условий развития корпоративных отношений.

(45)

Развитие рыночных отношений в России потребовало существенного развития и модернизации разработанных правил и принципов корпоративного права. Однако многие из них, закрепленные законодательно и впоследствии доработанные судебной практикой, не обеспечивают надлежащих гарантий защиты интересов участников рынка, и прежде всего, инвесторов и кредиторов. Реформирование корпоративного права является важным условием долгосрочного экономического развития. Реформа законодательной системы должно осуществляться на основе анализа хозяйственных отношений, существующего нормативного регулирования, истории его развития и практики применения с учетом международного опыта адаптации основных правил и правовых принципов.

В ходе проведения реформы целесообразно исходить из принципов:

- континентального права – при регулировании корпоративных отношений;
- англо-саксонского права – для регулирования рынка ценных бумаг;
- европейского права – при определении роли государства в качестве регулятора.

2 ГАРМОНИЗАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА В ЕВРОПЕ

(46)

2.1. ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО ПРАВА В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Происхождение компаний с ограниченной ответственностью. Концепция компании с ограниченной ответственностью относится к периоду колонизации заморских территорий в XVII веке, когда крупные и дорогостоящие проекты за границей требовали привлечения капитала целого ряда инвесторов. Для минимизации рисков они требовали ограничить свою ответственность обещанным или уже предоставленным взносом и дистанцировались от управления аккумулированными активами, так как сами не могли или не хотели заниматься этим. Подобное решение достигалось лишь посредством соответствующего постановления правительства – устава, принимаемого в каждом конкретном случае¹. Когда промышленная

¹ Первыми и наиболее известными такими компаниями были Британская Ост-Индская (основана в 1600 г.) и Голландская Ост-Индская (основана в 1602 г.) компании.

революция XIX века потребовала значительных средств для освоения индустриальных методов труда и претворения в жизнь крупных инфраструктурных проектов, в первую очередь в сталелитейной промышленности и на железных дорогах, на смену индивидуальной системе концессий пришли меры государственного регулирования, которые ограничили ответственность размером предоставленного или обещанного капитала. Такое регулирование привело к тому, что юридическое лицо автоматически получало ограниченную ответственность после признания правительством факта соблюдения установленных правил. Свидетельством этого была регистрация в государственном реестре или, по крайней мере, выдача официального сертификата об учреждении¹. (47)

Развитие регулирования на национальном уровне. Регулирование корпоративных отношений в той или иной стране основывается на действующей в ней системе права. Существуют заметные различия между континентальной системно-структурированной формой корпоративного права, основанной на применении общих (абстрактных) норм, и англо-саксонской моделью, которая является более прагматичной, ориентированной на конкретную фактическую оценку той или иной ситуации судом и применение действующих правовых норм в зависимости от такой оценки. В рамках обеих систем экономические и политические события время от времени приводили к кардинальным изменениям правил, направленных в основном на более жесткое регулирование. Сдвиги в обеих системах права происходили, во-первых, после целого ряда случаев мошеннических банкротств компаний в последней четверти XIX века в ходе промышленного подъема, после революций во Франции, Германии и Италии и нескольких войн на европейском континенте; во-вторых, в ходе возобновления промышленной активности на континенте после Первой мировой войны; в-третьих,

¹ Данное явление получило начало во Французском торговом кодексе (1807 г.), вскоре после которого были приняты соответствующие кодексы в других странах континента.

2.1.

Особенности формирования европейского права в сфере корпоративных отношений

когда нацистский режим в Германии отразил свою идеологию превосходства в новом Законе об акционерных компаниях (Aktiengesetz, 1937 г.); в-четвертых, после возврата к демократии в странах Центральной Европы благодаря восстановлению правовых основ развития общества и экономики по завершении Второй мировой войны.

Влияние Европейского экономического сообщества. По сравнению с национальными аспектами, которые по своей природе соответствуют национально-правовым и мировоззренческим идеям, появление Европейского экономического сообщества (ЕЭС) 1 января 1958 г. привнесло новый элемент в гармонизацию бизнес-структур. Идея состояла в создании поля одного уровня на всей территории ЕЭС с предоставлением странам-участницам права разрабатывать лишь те вопросы, которые не затрагивают сферы регулирования Сообщества. (48)

Основной задачей инициированных ЕЭС изменений в корпоративном праве с самого начала являлось достижение четырех крупных комплексных целей, которые пока не достигнуты и, возможно, недостижимы в целом. Первая и, вероятно, самая важная заключается в создании общей основы и прозрачности устава компаний, структуры их капитала и управления¹. В последнее время сюда относятся также вопросы корпоративного управления, хотя пока они не совсем четко сформулированы и не поддаются оценке². Вторая цель заключается в достижении прозрачности

1 Основным законодательным актом ЕЭС по этому вопросу является Первая директива по корпоративному праву – «Директива о публичности», с поправками (First Company Law Directive 68/151/EEC of March 9, 1968, OJ 1968 L 65/8, the “Publicity Directive”, as amended).

2 См., в частности: Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe от 4 ноября 2002 г., “Winter Group Report”, с. 43 глава III и далее; Action Plan on Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to move forward (IP/03/716 и Мемо/03/112) от 21 мая 2003 г.; Commission recommendations on independent directors (IP/04/1182 и 1183) от октября 2004 г.; The Presidency Proposal for a Directive to amend the Annual Accounts Directive, с поправками от 22 апреля 2005 г., DRS 9, CODEC 284,8134/05; работы только что созданной консультативной группы экспертов по подготовке подробных технических рекомендаций относительно мер по управлению корпорациями и мер в области корпоративного права (IP/05/500) от 28 апреля 2005 г.

финансового положения компаний на рынке. Третья цель касается требований относительно раскрытия информации и прозрачности компаний при привлечении средств инвесторов, а четвертая – рыночной прозрачности деятельности существующих публичных компаний с ограниченной ответственностью.

Методика законоотворчества в ЕЭС. Важно иметь в виду, что с самого начала европейской интеграции вопросы гармонизации корпоративного права отличались от иных проектов по гармонизации или унификации ЕЭС (сейчас ЕС – Европейского Союза) методикой законоотворчества. При решении других важных вопросов создания единого рынка без границ, например при определении общей сельскохозяйственной политики и правил конкуренции, использовался и продолжает использоваться юридический инструмент «постановлений», т. е. эквивалент традиционного принятия законов на национальном уровне. Соответственно, как и национальные законы, правила Сообщества, отраженные в постановлениях, подлежат непосредственному применению в каждой стране-участнице и являются обязательными для ее государственных органов и граждан.

(49)

Процесс гармонизации структуры компаний с самого начала пошел по пути использования директив – юридического инструмента, не имеющего аналогов в национальных правовых системах. Посредством данного инструмента лишь определяются принципы и даются указания государствам-участникам включить их в свои национальные законы, причем иногда государства не могут даже отклониться от предписаний, предусмотренных в директивах. В некоторых случаях они должны рассматривать предусмотренные в директиве нормы как некий минимум, за границы которого члены ЕС могут выйти в соответствии со своими национальными традициями до уровня, пока не будет затронута свобода компаний на учреждение в любой другой стране-участнице (одна из четырех основных свобод, закрепляемых Договором ЕС). В результате европейское законодательство в области корпоративных отношений представляет собой лишь

2.1.

Особенности формирования европейского права в сфере корпоративных отношений

основополагающие рамки. Национальные законодательные системы в этих рамках различаются в допустимых пределах, отражающих национальные различия правовых и социальных традиций. Тем не менее, глобализация рынков капиталов с растущим влиянием денежных центров в англо-саксонском правовом поле в настоящее время заставляет страны ЕС всё чаще обращаться к англо-американскому пониманию корпоративных принципов как условию привлечения капитала.

2.2.

ОТКРЫТОСТЬ СТРУКТУРЫ КОМПАНИЙ

(50)

Первым вопросом в сфере прозрачности, к которому обратилось ЕЭС, была формальная открытость самих компаний и их структуры. Это нашло отражение в первой директиве, регулирующей вопросы корпоративного права, – в Директиве о публичности, принятой в 1968 г., когда в состав ЕЭС входило лишь шесть континентальных государств.

Государственный реестр. Директива о публичности отражает континентальную правовую традицию, заимствованную из немецкой структуры торгового реестра. Ее основной чертой является то, что только после регистрации компания автоматически становится компанией с ограниченной ответственностью, т. е. юридическим лицом. Ответственность участников компании ограничивается их взносом в уставный капитал, и в лице своих руководителей данная компания может действовать как самостоятельное лицо. Процедура регистрации в соответствии с юридическими правилами требует предварительного рассмотрения вопросов, связанных с процессом формирования компании, учредительными документами (устава), со структурой капитала и руководящими органами. Эти вопросы рассматриваются, как правило, регистрирующим органом, хотя возможно участие других правительственных организаций, например торговой палаты. Такое рассмотрение охватывает любые последующие изменения устава и состава органов

управления компании, поскольку такие изменения также подлежат регистрации.

Зарегистрированные надлежащим образом органы управления совместным или единоличным решением (в зависимости от того, как это предусмотрено в уставе компании) имеют полномочия связать компанию обязательствами независимо от того:

- 1) преследуют ли они цели, для достижения которых учреждалась компания;
- 2) имеются ли у них договорные ограничения полномочий или нужно предварительное одобрение их действий со стороны акционеров или иных руководящих органов, что может быть предусмотрено в уставе¹.

(51)

Это является отражением континентальной правовой системы в отличие от англо-саксонской системы, в соответствии с которой компания юридически правомочна лишь в вопросах, обозначенных в ее уставе как цель компании. Данная доктрина (доктрина *non-ultra vires* – «общей правоспособности») является наследием предшествующей системы, когда деятельность компании ограничивалась конкретным проектом, для реализации которого она была создана в соответствии с разрешением правительства.

Юридическая сила регистрации. С точки зрения содержания запись в торговом реестре пользуется в определенной степени общественным доверием. В данном контексте общественное доверие означает, что факты о деятельности компании, отраженные в торговом реестре и подлежащие регистрации, но не зарегистрированные (например, прекращение полномочий руководящих органов), не имеют юридической силы в отношении третьих лиц, которые о них не знают. Соответственно, руководитель, срок полномочий которого закончился, но записи об этом нет в реестре, может по-прежнему законно связывать компанию обязательствами. И напротив, занесенные в реестр факты должны учитываться, и на них могут полагаться действующие добросовестно третьи лица². Это означает,

1 Ст. 9 Директивы о публичности (Publicity Directive).

2 Ст. 3, 8 Директивы о публичности (Publicity Directive).

что для установления зарегистрированных полномочий действовать от имени компании руководителю нет необходимости предъявлять доказательства в виде доверенностей или решений иных руководящих органов компании.

В соответствии с правовыми нормами, любые лица могут бесплатно ознакомиться с записями в реестре и такими основополагающими документами компании, как устав. Копии записей и основополагающих документов должны предоставляться по запросу третьих лиц, а не только по запросу акционеров или кредиторов. В целях ознакомления общественности с изменениями в той или иной компании все записи в реестре подлежат публикации в официальном издании¹. Наконец, для того чтобы заинтересованные лица могли без промедления находить соответствующий реестр той или иной компании, каждое деловое сообщение должно содержать информацию о правовой форме компании, ее местонахождении, а также о реестре, в котором она зарегистрирована, и о регистрационном номере. Государства-участники могут обязать компании раскрывать иную информацию. Так, в некоторых странах ЕС требуется указывать имена всех руководителей (в Германии) или размер уставного капитала (во Франции) компании². В соответствии с предложением Рабочей группы по упрощению корпоративного права³, Директива о публичности предусматривает, что с 1 января 2007 г. государства-участники должны обеспечить не только предоставление компаниями необходимой документации, но и опубликование записей в реестре в электронной форме⁴.

(52)

Выполнение фундаментальных требований в отношении регистрации, включая регистрацию создания компании и изменений в ее уставе (особенно

1 Ст. 3 (3), 3 (4) Директивы о публичности (Publicity Directive).

2 Ст. 4 Директивы о публичности (Publicity Directive).

3 On the Simplification of the First and Second Company Law Directives, September 1999, Proposal No. 1.

4 Ст. 3 (2), 3 (3) с поправками Директивы о публичности (Publicity Directive).

уставного капитала), обеспечивается автоматически, поскольку регистрация является предварительным условием эффективности предпринятых изменений в отношении третьих лиц. Внесение записи по другим вопросам (например, изменения в руководстве компании) также важно, поскольку это обеспечивает доверие общественности к факту регистрации. Тем не менее, остаются вопросы, для решения которых необходимо внешнее воздействие. Государствам-участникам приходится применять эффективные санкции, обычно в форме денежных штрафов, налагаемых регистрирующим органом до тех пор, пока не будет осуществлена регистрация того или иного факта в соответствии с законом¹. Несоблюдение компанией требований регистрации обычно доводится до сведения регистрирующего органа местными торговыми палатами или конкурентами.

(53)

Уставный капитал. Важным фактором публичного имиджа компании в бизнес-сообществе являются ее финансовые ресурсы, значительную часть которых составляет зарегистрированный уставный капитал. Первоначально внесение средств в уставный капитал компании ее участниками было необходимым условием законного ограничения их ответственности во всех правовых системах. В континентальной Европе внесение и поддержание минимального уровня уставного капитала остается важнейшим элементом функционирования компаний с ограниченной ответственностью. В частности, в Германии возрастает число судебных дел, в основном в интересах кредиторов компаний, связанных с внесением и поддержанием уставного капитала компании.

В англо-саксонском праве, ориентированном на инвестора и устанавливающем обязанность по поддержанию сравнительно низкого размера уставного капитала после определенного периода ведения бизнеса, в настоящее время отмечается некоторый отход от требования первоначально вносить средства или гарантировать их вложение в уставный капитал.

¹ Ст. 6 Директивы о публичности (Publicity Directive).

На ранних этапах гармонизации в рамках ЕЭС под воздействием германского подхода к вопросу о структуре компаний и, в частности, Закона о компаниях (Aktiengesetz) от 1965 г., на тот период самого современного, было закреплено требование о минимальном размере уставного капитала. Одновременно были введены жесткие ограничения на приобретение компаниями с ограниченной ответственностью собственных акций и преимущественного права акционеров на приобретение акций в рамках дополнительных эмиссий пропорционально количеству принадлежащих им акций¹. Относительное возрастание роли американского и английского рынков капитала ведет к пересмотру этих принципов в пользу более гибких правил, отраженных в различных корпоративных законах США. Это происходит при наметившейся тенденции к значительному сокращению или даже полному отказу от требований относительно минимального размера уставного капитала компании².

(54)

2.3.

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ КОМПАНИЙ

Указанные выше законодательные нормы обеспечивают открытость и, соответственно, прозрачность в отношении места нахождения, характера деятельности и структуры компании. Наряду с этим необходимы определенные требования к информации о фактической финансовой жизнеспособности компании в бизнесе.

Публикация отчетности. Закон не требует от частных лиц, действующих в одиночку или с партнерами, публиковать информацию о своей деятельности (за исключением, пожалуй, Германии), если одинаковые показатели предприятия превысили

1 Ст. 6, 18–24а Second Company Law Directive (77/91/ЕЭС) от 13 декабря 1976 г., OJ 1976 L 26/1, Capital Directive с поправками; см. последнее предложение относительно Директивы Европейского парламента и Европейского Совета с поправками к Директиве Европейского Совета 77/91/ЕЭС от 21 сентября 2004 г., COM (2004) окончательный вариант.

2 См.: «Winter Group Report», глава IV, с. 78 и далее; Rickford, ed., Reforming Capital, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, April 2004, 15 EBLR No 4, p. 919 et seq.

определенный размер. По общему мнению, частные лица должны руководствоваться собственными финансовыми интересами и проявлять осторожность и финансовую сдержанность, поскольку они несут неограниченную персональную ответственность по своим обязательствам. Компании же, в которых ответственность участников ограничена и исключена любая ответственность руководителей компании по ее обязательствам, видимо, имеют меньше причин проявлять осторожность и сдержанность. Для того чтобы компенсировать отсутствие личной заинтересованности, на компании с ограниченной ответственностью возлагается обязанность публиковать свои ежегодные финансовые отчеты. Это относится к компаниям всех типов, если такая необходимость диктуется требованием о публикации, как в Великобритании, или к публичным компаниям с ограниченной ответственностью, как акционерное общество Aktiengesellschaft в Германии¹. Публичными компаниями с ограниченной ответственностью являются компании, которые имеют право выпускать акции на предъявителя и иметь листинг на фондовых биржах. Компании с ограниченной ответственностью, акции которых включены в листинг на фондовой бирже, всегда были обязаны публиковать свои отчеты, по крайней мере, ежегодно, согласно правилам фондовых бирж.

(55)

Таким образом, возникает вторая область требований к прозрачности компаний, которые были гармонизированы законодательством ЕС, а именно прозрачность финансовой состоятельности компаний с ограниченной ответственностью. Гармонизация в этом направлении в рамках ЕС нашла отражение в принятых методах подготовки ежегодных отчетов. В особенности это касается оценки результатов деятельности компании, традиционно содержащейся в отчете о прибылях и убытках, и оценки активов и обязательств в балансе компании.

Первоначальные правила ЕЭС относительно публикации финансовой информации. Директива ЕЭС

¹ Параграф 265 Торгового кодекса Германии (Handelsgesetzbuch) от 1900 г.

о публичности, которая была разработана и принята до вступления в ЕЭС Великобритании, основана на немецкой модели и предписывала только публичным компаниям с ограниченной ответственностью публиковать балансы и отчеты о прибылях и убытках в официальном издании и предоставлять их копию в реестр компании¹. Позже, в связи с принятием в ЕЭС в 1973 г. Великобритании и вступлением в силу Четвертой директивы о ежегодной отчетности, датированной 1978 г., английская модель победила, и обязательство относительно публикаций было распространено также на частные компании с ограниченной ответственностью² и на все иные юридические лица, в составе которых нет лица, несущего неограниченную ответственность по обязательствам компании. К их числу были отнесены помимо публичных и частных компаний с ограниченной ответственностью товарищества, в состав которых не входят партнеры – физические лица, несущие неограниченную ответственность по обязательствам товарищества. Речь идет об организационно-правовой форме, которая возникла и широко использовалась в Германии, в первую очередь в целях налогообложения³. Поскольку нормы, предусмотренные законодательством ЕС в данной области, требуют лишь применения эффективных санкций при неопубликовании отчетности, в Германии было решено требовать публикации такой информации лишь при получении регистрирующим органом запроса от кредитора, акционера или профсоюза компании, каждый из которых, как правило, имеет доступ к отчетности без публикации. В результате публикуют свою финансовую отчетность небольшое число немецких компаний. Большинство из них по-прежнему не делают этого, хотя условие предварительного запроса

(56)

1 Ст. 2 (1) и последующие, 3 (4) Директивы о публичности (Publicity Directive).

2 Ст. 1, 47 Четвертой директивы о корпоративном праве (Fourth Company Law Directive 78/660/ЕЭС) от 25 июля 1978 г., OJ 1978 L 222, Директива о ежегодной отчетности, с поправками (Annual Accounts Directive).

3 Второе предложение ст. 1 Директивы о ежегодной отчетности (Annual Accounts Directive) с поправками, содержащимися в Директиве Совета (Council Directive) 90/604/ЕЭС от 8 ноября 1990 г., OJ 1990 L 317/57.

о предоставлении информации, которое теперь может быть направлено со стороны любого лица, остается в силе даже после того, как Европейский суд признал неэффективными применяемые в Германии санкции¹. Это является ярким примером слабости косвенной гармонизации через директивы по сравнению с прямой унификацией через регулирование.

Значительное отличие континентального, в основном немецкого, подхода от англо-саксонского проявляется в традиционных методах оценки финансового положения компаний, причем даже в большей степени, чем в случае публикации ежегодных отчетов. В основном это касается двух аспектов, связанных с подготовкой отчетов и оценкой активов.

(57)

Подготовка отчетов. В соответствии с континентальной системой, наиболее ярко выраженной в Германии, при подготовке финансовой отчетности расшифровывается каждая статья баланса и отчета о прибылях и убытках, что предписано законом, определено уставом и при необходимости подлежит толкованию судами². В Четвертой директиве о бухгалтерском учете ЕЭС избрало путь детального правового регулирования всех статей отчетов, хотя государства-участники могут выбирать из двух различных подходов: традиционного континентального и американского³. Предложенный в директиве основополагающий принцип представления отчетности был взят из англо-саксонской модели. Он гласит, что отчеты должны «представлять точную и объективную картину истинной ценности, финансового положения и результатов деятельности компании»⁴. Англо-саксонская система, наиболее отвечающая целям отчетности, была разработана, главным образом, сертифицированными профессиональными аудиторами в Соединенных Штатах (certified public accountants)

1 Решение от 4 декабря 1997 г., C-97/96 «Daihatsu», параграф 335а Торгового кодекса Германии.

2 Торговый кодекс Германии, том III, параграф 238 и далее.

3 Ст. 8, 22 Директивы о ежегодной отчетности (Annual Accounts Directive).

4 Ст. 2 (3), 2 (4) Директивы о ежегодной отчетности (Annual Accounts Directive).

2.3.

Финансовое положение компаний

и лицензированными бухгалтерами в Великобритании (chartered accountants). Более гибкий подход позволяет быстрее приспосабливаться к меняющимся условиям рынка. Детализированный подход не привел к большому единообразию и, следовательно, к большей сравнимости данных о разных компаниях и различных периодах деятельности одной компании.

Оценка активов. Другим важным различием между двумя системами является методика оценки активов. Это объясняется разными взглядами на назначение публикуемой отчетности. Согласно германской системе, черты которой проявляются и при создании компании с ограниченной ответственностью, защита интересов кредиторов важнее, чем защита интересов инвесторов. В англо-саксонской системе отчетность рассматривается, в первую очередь, как средство оказания помощи инвесторам в принятии инвестиционных решений. При этом кредиторы должны сами защищать свои интересы договорным путем. Германская система провозглашает так называемый принцип «осторожности» (Торговый кодекс Германии, параграф 238 (4) «Vorsichtsprinzip»), включающий в себя непрерывность использования методов оценки в следующих друг за другом отчетных периодах. Она предусматривает также учет в соответствии с принципом обесценивания, согласно которому:

(58)

- отражаются все существующие и ожидаемые убытки на дату составления отчетности;
- прибыль и иные причитающиеся суммы отражаются только в случае, если они уже получены на конец отчетного периода;
- материальные активы оцениваются не выше, чем их первоначальная стоимость за вычетом установленной в законе амортизации или по наименьшей рыночной стоимости.

Стоимость любых собственных неосязаемых активов, таких как исследования и разработки, права на интеллектуальную собственность и репутация компании, немедленно вычитается и не может быть капитализирована. Такая методика может привести к недооценке показателей активов и прибыли, а также

к образованию внутренних резервов в результате амортизации и уценки. В рамках германской системы налогообложения происходит занижение показателей облагаемой налогом прибыли¹. Англо-саксонская система позволяет или даже предписывает капитализацию всех независимых невидимых компонентов в тех случаях, когда можно обоснованно ожидать от них коммерческой отдачи, и приближение оценочных показателей активов и прибыли к их действительной рыночной стоимости. Это приводит к более высоким дивидендам и увеличению рыночной стоимости активов, а также к расширению возможностей руководства в оценке показателей и в их использовании в последующих отчетных периодах.

(59)

Современная система учета и финансовой отчетности ЕС. Первоначально в Директиве о ежегодной отчетности использовались континентальные правила. Однако растущее влияние англо-американских финансовых центров и институтов на европейском рынке, особенно в области финансовых продуктов, постепенно привело к поэтапному разрешению государствам-участникам переходить к ориентированной на рынок системе. В отношении финансовых инструментов сразу была принята рыночная система оценки². Этому длительному процессу в значительной степени способствовал сравнительно высокий уровень развития рынка капиталов США, который привлек многие европейские компании возможностью получить листинг своих акций на американских фондовых биржах. Размещение бумаг на американском рынке потребовало от европейцев готовить свою отчетность в соответствии с Общими принципами учета США (US GAAP). Они представляют собой постоянно развивающийся набор отдельных правил оценки, определяемых Советом по стандартам бухгалтерского учета США (US Fiscal Accounting

1 Параграф 238 и далее, 252 и 253 Торгового кодекса Германии, параграф 5 (1) Закона Германии о подоходном налоге (Einkommensteuergesetz).

2 Ст. 31 и далее, 37, 42а и далее Директивы о ежегодной отчетности (Annual Accounts Directive).

Standards Board, FASB), в котором представлены участники рынка и публичные аудиторские компании. С целью обеспечения сравнительной гибкости для европейских компаний в Лондоне в 1973 г. был образован Международный совет по стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Board, IASB) с аналогичным американскому составом участников, в функции которого также входят разработка и регулирование конкретных оценочных стандартов путем принятия правил по составлению отчетности. Первые 41 стандарт, которые были опубликованы до законодательного пересмотра основ деятельности и структуры Международного совета по стандартам бухгалтерского учета в 2000 г., назывались Международными стандартами учета (International Accounting Standards, IAS). После 2000 г. стандарты публикуются как Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) (International Financial Reporting Standards, IFRS). Подобная смена концепции означала, что Европейский Союз в целом принял идею перехода от применения стабильных правил к постоянно развивающемуся процессу разработки стандартов группами частных лиц¹. Вместе с тем было решено привести две концепции в соответствие друг с другом путем отдельной оценки каждого нового принимаемого стандарта. Вслед за оценкой на соответствие стандарт включается в систему регулирования ЕС и становится обязательным для публичных компаний при подготовке ими консолидированных отчетов. После принятия в конкретном государстве-участнике стандарт становится обязательным при подготовке отчетов также и для частных компаний с ограниченной ответственностью, не имеющих листинга². Ожидается, что дискуссии между сторонниками европейских и американских стандартов со временем создадут

(60)

1 Постановление Европейского парламента и Совета ЕС/606/2002 от 19 июля 2002 г., OJ 2002 L 243; постановление «О международных стандартах бухгалтерской отчетности» (IAS Regulation); Постановление Комиссии ЕС 1725/2003, OJ 2003 L 261.

2 Например, Постановление Комиссии ЕС 211/2005 от 4 февраля 2005 г., OJ 2005 L 41/1, подтверждающее МСФО 2 и МСБУ 12, 16, 19, 32, 33, 38 и 39.

условия для приведения двух систем отчетности в соответствие друг с другом, в идеале – для их фактического отождествления.

Аудит и сертификация отчетов. Правовая система сама по себе не обеспечивает правильности содержания ежегодных отчетов и, следовательно, их надежности. Это стало очевидным в период мирового экономического кризиса 1929–1933 гг., когда банкротство многих компаний показало, что их «хорошо выглядявшие» отчеты были подготовлены некомпетентно или даже содержали недостоверную информацию. Вследствие этого во многих странах было введено требование о ежегодной проверке отчетов (аудиту) независимыми квалифицированными специалистами – аттестованными аудиторами. Если такие отчеты соответствуют закону, отражают фактически точную и полную информацию, то они заверяются как соответствующие предъявляемым стандартам. В противном случае делается запись об их несоответствии, что может даже повлечь за собой отказ в их заверении. К отчету должно прилагаться заключение о его соответствии стандартам. Без такого заключения ежегодные отчеты не могут утверждаться акционерами и не может решаться вопрос о выплате дивидендов. ЕЭС приняло аналогичные принципы¹ и утвердило требования, предъявляемые к квалификации аудиторов².

(61)

2.4.

ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА ПУТЕМ ОТКРЫТОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

Характерной чертой ведения бизнеса в форме публичной компании с ограниченной ответственностью является необходимость привлечения средств на открытом рынке. Готовность инвесторов отдать средства неизвестному уредителю в обмен на акции компании зависит,

¹ Ст. 51 Директивы о ежегодной отчетности (Annual Accounting Directive).

² Восьмая директива о корпоративном праве (Eighth Company Law Directive 84/253/ЕЭС) от 10 апреля 1984 г., ОJ 1984 L 126/20; Директива о квалификации аудиторов, с поправками (Auditor's Qualification Directive).

2.4.

Привлечение капитала путем открытого
размещения акций

во-первых, от полноты и надежности информации о предприятии и его представителях, во-вторых, от возможности распорядиться акциями в любой момент и вернуть вложенные средства на рынке с прозрачными и честными правилами и при высокой степени вероятности найти покупателя акций по цене, отражающей их действительную рыночную стоимость.

Листинг на фондовой бирже. Для публичного привлечения средств используются фондовые биржи, которые функционируют под контролем государственных органов и раскрывают общедоступную и надежную информацию о той или иной компании, ее целях, истории бизнеса, учредителях, руководителей и обеспечивают постоянное место для проведения торгов акциями компаний. Фондовые биржи с такими характеристиками существовали долгое время, однако требования к предоставляемой информации в качестве условия листинга эмитента и эффективности контроля были не очень жесткими. Для того, чтобы акции компании могли одновременно котироваться на биржах нескольких стран-участниц, которые не имеют значительных отличий в правовом регулировании и правилах раскрытия информации, ЕЭС решило координировать процедуры допуска к листингу¹ и предоставление информации для его осуществления. Основным требованием включения акций компании в листинг является подготовка проспекта эмиссии с подробной информацией о сотрудниках, фактическом положении дел, о финансовом состоянии компании и состоянии ее бизнеса. Фондовая биржа или другой регулирующий орган должен изучить проспект и признать его соответствующим установленным требованиям, после чего, до включения акций эмитента в листинг, проспект эмиссии подлежит публикации. Компания, ее финансовые и иные консультанты и все другие лица, отвечающие за содержание проспекта эмиссии, несут солидарную ответственность за ущерб, который может быть причинен инвестору. Ущерб возникает в результате того, что при принятии решений

(62)

¹ Директива Совета 79/729/ЕЭС от 3 марта 1979 г., ОJ 1979 L 66/21, с поправками.

инвестор полагался на информацию, содержащуюся в проспекте и оказавшуюся недостаточно точной и полной¹.

Предоставление информации о характере и результатах деятельности компании, акции которой котируются на бирже, очень важно, когда компания впервые обращается к публичному привлечению средств; в особенности, если акции будут приобретаться мелкими инвесторами, не имеющими возможности получить информацию непосредственно от компании. При первичном публичном размещении акций, как правило, нет широко доступной информации об истории выходящей на рынок компании. Для устранения этого недостатка биржевые правила листинга акций новых компаний или компаний с изначально закрытым кругом собственников были расширены. В дополнение к обязательному раскрытию информации в проспекте часть акций, включаемых в листинг, должна быть выпущена за счет увеличения уставного капитала. Это необходимо для того, чтобы средства, получаемые в результате приобретения дополнительно размещаемых акций, поступали непосредственно в компанию, а не ее первоначальным владельцам, которые при размещении могут продать лишь часть своей доли и должны держать акции дополнительных выпусков в течение определенного минимального периода времени. Все это направлено на то, чтобы первоначальные владельцы компании продолжали в нее инвестировать и способствовали укреплению ее жизнеспособности.

(63)

Публичное размещение за пределами фондовой биржи. В 1960-х гг. получили распространение инвестиции в совместные фонды благодаря расширению частных пенсионных систем, а также вложения в проекты, связанные с недвижимостью, покупкой морских и воздушных судов, чему способствовали налоговые инициативы правительств, направленные на развитие промышленности и регионов. В зависимости от профессионализма и надежности

¹ Директива Совета 80/390/ЕЭС от 17 марта 1980 г., ОJ 1980 L 100/1, с поправками.

2.4.

Привлечение капитала путем открытого размещения акций

дистрибьюторов качество предлагаемых инвестиционных продуктов и информации о них варьировалось, а соответственно, возростала озабоченность инвесторов. Ученые и защитники потребителей в различных странах ЕС начали формулировать и предлагать новые национальные законы, регулирующие прозрачность таких инвестиций. В свою очередь, ЕС не пошло по пути гармонизации различных национальных законов, а взяло инициативу в свои руки и начало разрабатывать новое законодательство, требующее подготовки детализированных проспектов еще до проведения кампании по публичному привлечению инвестиций, в том числе путем приобретения акций компании, посредством публичных обращений к потенциальным клиентам, например посредством рекламы¹. Содержание таких проспектов, а также обязательства и ответственность их распространителей и авторов по большому счету аналогичны листинговым проспектам. Перед распространением проспекты должны быть представлены для рассмотрения и утверждения контрольным органам государств-участников, к компетенции которых относится регулирование рынка ценных бумаг.

(64)

2.5.

ПРОЗРАЧНОСТЬ РЫНКОВ

Поскольку котировки ценных бумаг на фондовой бирже, как акций, так и облигаций, отражают мнение покупателей и продавцов относительно положения дел эмитента, любая информация, включая слухи, может оказать значительное влияние на стоимость акций. Доступ к информации до ее опубликования дает информированному лицу неоправданные преимущества по сравнению с другими существующими и потенциальными владельцами ценных бумаг. В различных государствах-участниках существует длительная история правового регулирования этой коллизии, причем детали такого регулирования зависят от исторической важности

¹ Директива Совета 89/298/ЕЭС от 17 апреля 1989 г., OJ 1989 L 124/8.

и размера рынка капиталов. С расширением рынков капиталов, особенно через национальные границы, и превращением их в единый рынок от ЕС потребовалась гармонизация стандартов государств-участников, как для создания правовых условий и повышения надежности рынков, так и для предотвращения применения правил одной страны против правил, установленных в другой. Это привело к разработке регулирующих мер ЕС в пяти различных областях, причем все меры касаются прозрачности корпоративного устройства, развития и деятельности компаний.

Раскрытие информации об акционерах.

(65)

Политики в руководящих органах ЕС ратовали за равенство всех акционеров при голосовании («один человек – один голос»). Эта цель пока не полностью достигнута в некоторых государствах-участниках, где сохраняется сложная система голосующих акций и золотых акций с правом вето для правительства. Но даже при полном равенстве большинство корпоративных уставов предусматривают квалифицированное большинство при решении фундаментальных вопросов, что, в свою очередь, дает меньшинству в 1/4 или 1/3 акционеров право вето. Более того, простое большинство голосов может быть фактически набрано юридическим меньшинством в таких странах, как Германия, где при присутствии 30–40% акционеров 15–20% могут набрать большинство. Для того, чтобы широкая общественность знала, кто является владельцем компании и каковы его возможности в управлении компанией, в странах ЕС уже разработаны требования об уведомлениях и публикациях относительно того, какие доли в процентах от общего числа акций дают право вето против квалифицированного большинства, какая доля необходима для получения большинства или квалифицированного большинства голосов. Поскольку эти уровни различаются в государствах-участниках и даже меньшие доли дают существенные права, позволяющие созывать собрание акционеров или проводить специальный аудит, гармонизация внутри ЕС распространяется на пороги в 5, 10, 20, 33 1/3, 50 и 66 2/3 процентов голосов, имеющихся в распоряжении акционеров прямо или

косвенно¹. Об изменении этих порогов в большую или меньшую сторону требуется уведомлять надзорный орган в области рынка ценных бумаг и публиковать эти данные. В случае неуведомления соответствующие акционеры лишаются права голоса. Таким образом, предотвращается скрытая аккумуляция акций для последующего неожиданного появления большинства на собраниях акционеров.

Раскрытие дополнительной информации.

В финансовых отчетах, которые в соответствии с законом публикуются эмитентами ежегодно, и в квартальных отчетах, которые публикуются согласно биржевым правилам, подробно описывается прошлый период деятельности компании и должен содержаться прогноз руководства компании относительно ее развития на следующий период. Однако события между отчетами заметно влияют на продажу или покупку акций и иных ценных бумаг эмитентов опытными инвесторами. Все заинтересованные лица должны находиться в равном положении, и это относится не только к финансовым аналитикам, которые регулярно получают информацию от руководства компаний, или к участникам «специальных мероприятий», устраиваемых руководством для крупных инвесторов. Обо всех событиях, которые не имеют широкой огласки, но могли бы оказать существенное влияние на стоимость акций (например, размещение большого заказа, решение о приобретении какого-либо предприятия, привлечение к ответственности), необходимо немедленно информировать общественность и уведомлять национальный контролирующий орган в области рынка ценных бумаг посредством «дополнительного уведомления». При невыполнении, недостаточном или неправильном выполнении этого требования предусмотрены санкции в виде штрафов; возможно также предъявление исков о возмещении ущерба².

(66)

1 Директива Европейского парламента и Совета 2001/34/ЕЭС от 28 мая 2001 г., ОJ 2001 L 184/1 и L 217/18, с поправками.

2 Директива Европейского парламента и Совета 2003/6/ЕЭС от 28 января 2003 г., ОJ 2003 L 96/16; ст. 6 (1) Директивы об инсайдерской деятельности на рынке и о манипулировании рынком (Insider and Market Manipulation Directive).

Сделки, совершенные руководством компании.

Иногда развитие событий происходит медленно, но менеджмент может предвидеть их результат задолго до момента публикации дополнительного уведомления. В частности, речь может идти о ситуации, когда цена акций компании без видимой причины достигает самой высокой или самой низкой точки. Если высшие менеджеры затем покупают или продают акции, это может свидетельствовать об инсайдерской оценке положения компании, включая оценку ее рыночной стоимости. Для того, чтобы сообщество инвесторов в целом принимало участие в такой оценке, необходимо публиковать данные о любых крупных покупках и продажах акций компании членами ее руководства. Для устранения возможности обмана это обязательство распространяется также на членов их семей, хотя вмешательство в личную жизнь довольно трудно осуществить правовыми способами и оно вызывает сомнения с точки зрения защиты прав собственности. В данном случае за сокрытие информации также предусмотрены штрафы. Возможно и предъявление исков о возмещении ущерба¹.

(67)

Инсайдерские действия. Более негативным с точки зрения морального ущерба является использование информации о событии, в отношении которого необходимо дополнительное уведомление. Речь идет о злоупотреблении информацией, полученной сотрудниками компании и используемой для приобретения и продажи ценных бумаг, или передаче информации другим лицам, которые на основе полученной информации могут совершать сделки с ценными бумагами. Обычно всё это подпадает под действие закона об использовании инсайдерской информации. В течение долгого времени в отношении таких действий санкции не применялись, частично из-за неспособности экспертов договориться по поводу того, принесли ли эти действия какой-либо ущерб компании, ее акционерам или рынку в целом. В некоторых государствах в частных соглашениях между участниками

¹ Ст. 6 (4) Директивы об инсайдерской деятельности и о манипулировании рынком.

рынка предусматривались санкции в виде возврата полученной прибыли на счета компании, что приносит косвенную прибыль всем другим акционерам¹. В настоящее время в рамках проводимой ЕС гармонизации в подобных случаях предусматривается наложение штрафов².

Правила поглощений. Метод приобретения компаний с ограниченной ответственностью путем публичного предложения купить часть или все ее акции по определенной цене по рекомендации («дружественное поглощение») или против воли («недружественное поглощение») руководства этой компании впервые получил широкое распространение в 1980-х гг. в США. Предвидя такие попытки поглощения, особенно недружественного поглощения, многие компании просили своих акционеров внести изменения в уставы, препятствующие этому. Речь шла о введении автоматического усиления прав голосующих акций или о выпуске новых акций и передаче их имеющимся акционерам (так называемые «ядовитые пилюли»), что приводило к длительным судебным тяжбам относительно законности таких операций.

(68)

Среди стран ЕС в течение длительного времени наблюдалось разделение мнений относительно макроэкономической целесообразности недружественных поглощений, особенно в свете того, что обычно они приводили к разделению компании на части. В Великобритании это явление приветствовалось, поскольку в результате таких поглощений акционеры получали хорошую цену за свои ценные бумаги. Страны же континентальной Европы, где не так распространено правило «золотой акции», и особенно Германия, были против разрешения недружественных поглощений, поскольку там были устранены все многократные

1 Например, в Германии в бывшем добровольном соглашении, введенном Комиссией биржевых экспертов в июне 1988 г. (Insiderhandels-Richtlinien) и опубликованном в: 9 Zeitschrift fuer Wirtschaftsrecht (ZIP) (1988), s. 873.

2 Ст. 14 Директивы об инсайдерской деятельности и о манипулировании рынком (Insider and Market Manipulation Directive).

и привилегированные права голосования в соответствии с упомянутой доктриной ЕС «одна акция – один голос». В окончательном варианте компромиссная директива ЕС включает следующие меры: раскрытие деталей предложения; обязательное беспристрастное высказывание по этому поводу руководства компании; право акционеров проводить голосование по любым оборонительным мерам; приобретение акций одной категории по одинаковой цене. Главным правилом, однако, является обязательство выдвинуть предложение о покупке всех акций компании, если и когда по каким-либо причинам физическое или юридическое лицо или несколько лиц, действующих вместе, владеют прямо или косвенно такой долей от общего количества акций, которая позволяет контролировать компанию в соответствии с национальными корпоративными законами¹. Данное правило впервые было упомянуто в Кодексе о поглощениях г. Лондона и оказалось самым эффективным препятствием на пути неожиданных поглощений, когда при незначительном большинстве скрытно покупались доли нескольких крупных институциональных инвесторов, а другие ничего не подозревающие акционеры оставались в меньшинстве в компании с изменившейся структурой капитала. Несомненно, это снижало стоимость доли последних. В тех случаях, когда достижение порогового уровня не раскрывается и требуемое предложение не поступает, соответствующие акции лишаются права голоса.

(69)

2.6.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА

В обозримом будущем эволюция европейского законодательства о компаниях вероятнее всего сосредоточится на двух упоминавшихся важных проблемных областях,

¹ Ст. 5 (1) Директивы о поглощении (Takeover Directive). Например, в Германии этот порог установлен на уровне 30% – параграф 29 (2) Закона о поглощениях (Wertpapiererwerbs-und-uebernahmengesetz).

которые касаются публичных акционерных компаний с ограниченной ответственностью. Речь идет о требовании иметь фиксированный уставный капитал и об укреплении норм корпоративного управления.

Можно ожидать, что требование о наличии минимального размера уставного капитала будет становиться менее жестким и даже полностью упраздниться по примеру США. Это обусловлено мерами по реализации действующего в ЕС принципа «свободы учреждения» (*freedom of establishment*)¹, особенно актуальными в свете недавних решений Европейского суда². В соответствии с его решениями национальные барьеры³, устанавливаемые государствами-членами ЕС и препятствующие доступу компаний, учрежденных в других странах-участницах, были признаны дискриминационными и, соответственно, недействительными, поскольку противоречат принципу «свободы учреждения». Частные акционерные компании, зарегистрированные в Великобритании, для которых практически не установлен минимальный размер уставного капитала, будут всё чаще использоваться для ведения бизнеса в континентальных странах ЕС путем создания филиалов или представительств и перевода центральных органов управления таких компаний в соответствующее европейское государство с сохранением места регистрации самой компании в Великобритании. Тем самым компании, зарегистрированные в Великобритании, как организационно-правовая форма будут заменять общества с ограниченной ответственностью, учреждаемые в соответствии с законодательством континентальных стран ЕС, где

(70)

1 «Свобода учреждения» – одна из четырех свобод, обеспечивающих открытость границ внутри ЕС («единый рынок»), предусматриваемых Договором о создании ЕС (ст. 52 и 58 Договора).

2 Дело 75/85 «Сегерс» (Segers), решение Европейского суда ECR 86,2375; дело 81/87 «Дейли мэйл» (Daily Mail), решение ECR 88,5483; дело 212/97 «Сентрос» (Centros), решение ECR 99, I-1459; дело 208/00 «Юберзееринг» (Überseering), решение ECR 02, I-9919; дело 167/01 «Инспайер арт» (Inspire Art), решение ECR 03, I-10195.

3 Например, таким барьером признается отказ в регистрации филиала или представительства компании, созданной и зарегистрированной в одной из стран ЕС, но не ведущей в этой стране своей основной деятельности.

требования о наличии минимального размера уставного капитала по-прежнему сохраняются.

Последние меры в значительной степени стали ответом на недавние скандалы в сфере корпоративного управления в США и Италии. В целом они соответствуют тенденции переноса требований лояльности и отчетности директоров с уровня компании как таковой в пользу акционеров. Это касается, например, требований полностью раскрывать акционерам все составляющие вознаграждения каждого директора и устанавливать безусловную ответственность директоров за нарушение принципа лояльности перед акционерами (в отличие от раскрытия информации и ответственности только перед компанией). Кроме того, наметилась тенденция к частичному отказу от существовавшей ранее корпоративной философии, которая в рамках взаимоотношений «принципал–агент» должна была, через увязывание интересов директоров с успехами компании, сглаживать конфликт интересов директора-агента и акционеров-принципалов путем использования опционов на покупку акций.

(71)

Какие-либо иные фундаментальные изменения представляются маловероятными. В частности, вряд ли следует ожидать попыток введения нового типа Европейской компании. 30-летние усилия по созданию такой «Европейской компании» (*Societas Europaea* – SE), которые наконец-то были завершены и вступили в силу в 2004 г.¹, по общему мнению, на практике оказались малопригодными. На свет появилось 25 вариантов этой модели для 25 государств – членов ЕС, а сопровождающая модель Директива об участии наемных работников в управлении компанией² явилась очевидным тормозом в ее применении. В результате параллельно внесенное предложение по поводу европейского типа частной акционерной компании с ограниченной ответственностью было встречено довольно прохладно. Большие надежды возлагаются,

1 Постановление Совета ЕС 2157/2001 от 8 октября 2001 г., OJ 2001 L 294/1; дата вступления в силу – 8 октября 2004 г.

2 Директива Совета ЕС 2001/86/ЕС от 8 октября 2001 г., OJ 2001 L 294/22.

2.6.

Перспективы развития европейского корпоративного права

скорее, на рассматриваемые сейчас директивы о переносе места регистрации компании¹, а также о трансграничных слияниях компаний с ограниченной ответственностью в пределах Европы². Это позволило бы компаниям перемещаться между государствами – членами ЕС без автоматической ликвидации и дополнительного налогообложения раскрываемых ими внутренних резервов, т. е. так, как это происходит сегодня в ряде европейских стран – участниц ЕС.

(72)

1 Предложение Комиссии о Четырнадцатой директиве закона о компаниях, IP/04/270 от 26 февраля 2004 г.

2 Предложение Комиссии COM 703(01) от 18 ноября 2003 г.

РАЗДЕЛ II.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНОЙ РЕФОРМЫ В РОССИИ

3 БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ РЕФОРМЫ

(74)

3.1. ФОРМАТ ДИСКУССИИ ПО ВОПРОСАМ РЕФОРМЫ

В условиях рыночной экономики корпоративное право помимо определенных теоретических изысканий должно отвечать интересам различных групп, включая как участников рынка (инвесторов, акционеров, кредиторов), так и государство. Все они так или иначе связаны с деятельностью корпораций и заинтересованы в формировании эффективного законодательства в области корпоративных отношений и корпоративного управления.

В ходе дискуссии об обоснованности реформы успех того или иного правила/правовой нормы в одной стране зачастую используется в качестве аргумента в поддержку проведения реформы и внедрения аналогичных правил и норм в другой стране. Определенный уровень гармонизации имеет свои преимущества, в первую очередь, с точки зрения прогнозируемости состояния деловой среды для

иностранных инвесторов. Однако в каждой отдельной стране представители бизнеса ведут себя по-разному и потребности у них разные. Благодаря этому национальные различия в корпоративном праве потенциально достаточно велики.

Важным способом улучшения качества корпоративного законодательства является привлечение группы юристов, ученых и представителей регулирующих органов, хорошо знающих международный опыт и способных адекватно оценить возможности его применения в России. Такой подход вполне соответствует общему направлению деятельности рабочей группы по реформированию корпоративного права Министерства экономического развития и торговли, созданной в начале 2004 г. В то же время следует учитывать трудности при обсуждении столь сложных вопросов правовой реформы в более широких и разнородных коллективах. Нельзя игнорировать также группу узких специалистов, которые с большой неохотой будут обращаться к решениям на политическом уровне, а любое крупное изменение в корпоративном законодательстве является политическим, учитывая его влияние на большую часть участников экономических процессов. Обсуждение реформы корпоративного права с множеством присущих ему технических аспектов нуждается в специалистах, а не политиках.

(75)

3.2.

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ЦЕЛИ КОРПОРАТИВНОЙ РЕФОРМЫ

Стратегическими целями, которым должна следовать корпоративная реформа, являются:

- улучшение условий финансирования компаний;
- дебюрократизация;
- защита интересов участников рынка;
- гибкость;
- ясность и прозрачность.

Низкий уровень финансирования многих российских компаний, особенно средних фирм, является препятствием для достижения ими максимального

уровня развития. По сути, у таких компаний нет реальной возможности расширять свою деятельность внутри России и за ее пределами, что негативно сказывается на российской экономике в целом. Поэтому первой целью реформы является повышение эффективности и стабильности всех типов финансирования.

Реформы, осуществленные в России в начале XXI века, были направлены на уменьшение бюрократических препятствий на пути развития компаний¹. Эту тенденцию, бесспорно, следует развивать и далее, поскольку быстро развивающаяся экономика должна предоставлять соответствующую основу для меняющихся корпоративных моделей. Кроме того, поскольку в российской экономике большинство участников имеют малый опыт в решении корпоративных проблем, целесообразно дать им возможность самим менять свои корпоративные модели и структуры в целях дальнейшего развития бизнеса. Таким образом, вторая цель состоит в дебюрократизации (устранении) административных норм, препятствующих деятельности компаний.

(76)

Корпоративное право должно обеспечивать не только специальный набор способов защиты прав и интересов всех участников рынка, но и возможность выбора ими конкретных мер защиты своих прав. Третья цель сводится к повышению эффективности и оценке применимости на практике конкретных способов защиты, направленных на укрепление доверия со стороны участников рынка.

При выработке основных принципов реформы законодатель должен проявлять гибкость и способность видеть ситуацию в перспективе. В частности, необходимо оценивать, насколько велика опасность нарушения принципов, и выработать соответствующие средства правовой защиты для таких случаев. Поэтому четвертой целью реформы должна стать гибкость в разработке и принятии законодательных новаций.

¹ Изменение правил регистрации юридических лиц, повышение уровня антимонопольных требований, снижение требований к небольшим акционерным компаниям относительно выпуска проспектов эмиссии акций.

Особенно негативную роль в корпоративном праве играет фактор неопределенности, который зачастую вообще не рассматривается при обсуждении реформ. Обычно неопределенность ведет к издержкам, размер которых изначально не предсказуем, поскольку не поддается оценке. Но издержки могут стать серьезным препятствием для инвестиций. Они включают затраты времени, необходимого для оценки ситуации руководством компании, стоимость услуг консультантов, судебные расходы, которые могут понести стороны из-за неуверенности в исходе того или иного дела. Неопределенность может повлечь за собой решение вопросов неправовыми способами той стороной, которая имеет тесные связи с властью или располагает большими финансовыми возможностями. Особо следует учитывать тот факт, что неопределенность позволяет покрывать коррупцию. С этой точки зрения неопределенность особенно вредна для стремящегося к росту среднего бизнеса, т. к. у крупного бизнеса больше возможностей выйти на властные структуры, использовать неформальные методы и получать высококвалифицированную помощь в случае возникновения неопределенности. Даже когда решения, принятые государственными органами, в конечном итоге оказываются справедливыми, непредсказуемость решений негативно сказывается на планировании бизнеса в целом. Если существует возможность воздействия и решения вопросов неформальными методами, это будет подталкивать предпринимателей к явному или скрытому влиянию на политику. Принимая во внимание издержки, связанные с задержкой решения того или иного вопроса, и отсутствие четкого представления о возможных путях разрешения проблемы, предпочтение будет отдаваться более простому способу решения, даже если результаты окажутся несправедливыми. Результаты могут быть исправлены регулирующим или законодательным органами, если они будут внимательно отслеживать ситуацию и принимать решения в срочном порядке. Это предопределяет пятую цель реформы – ясность и прозрачность в принятии решений.

(77)

Реформа позволила бы решить ряд важных задач, включая:

- устранение многих правил, препятствующих развитию бизнеса российских компаний и повышению эффективности финансирования российского бизнеса;
- обеспечение адекватного уровня защиты прав и интересов участников корпоративных отношений;
- достижение надежности и стабильности законодательства в сфере корпоративного права и управления.

4 КОМПЕТЕНЦИЯ И ПОЛНОМОЧИЯ РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ

(79)

Проблемы совершенствования законодательства тесно увязаны с правоприменением. В контексте дискуссий о корпоративной реформе этот аспект особенно важен, поскольку фокусирует внимание на таких злободневных вопросах, как преодоление коррупции и независимость судебной системы. При проведении реформы и гармонизации корпоративного законодательства России и стран ЕС необходимо учитывать как текущие возможности государственных органов, так и четкое определение их полномочий и функций. Принимаемые меры должны способствовать укреплению роли государства в регулировании вопросов корпоративного управления и корпоративных отношений, включая повышение квалификации и обогащение профессионального опыта представителей всех ветвей власти.

4.1. НАДЕЖНОСТЬ ИНФОРМАЦИИ, РАСКРЫВАЕМОЙ ПРИ ПОДДЕРЖКЕ ГОСУДАРСТВА

Раскрытие информации является важнейшим элементом корпоративного права. Традиционно государство

призвано играть важную роль в обеспечении раскрытия информации и ее получения заинтересованными сторонами.

Несмотря на то, что в российской практике определенная информация о той или иной компании вполне доступна¹ и в некоторых случаях процедура регистрации функционирует лучше, чем ожидалось на момент ее введения в действие², юридические последствия такой регистрации далеко не всегда ясны и ощутимы. Во многих случаях отношение регистрирующих органов к раскрытию информации не позволяет добиться основных целей этого элемента корпоративных отношений. В частности, прояснения и законодательного решения требуют следующие вопросы:

(80)

1. Относительно реестров недвижимости неясно, будет ли приобретение объектов недвижимости считаться добросовестным, если была предоставлена и отражена в реестре неправильная информация.

2. В реестрах ценных бумаг записи ведутся таким образом, что очень сложно установить их взаимосвязь, четко определить последствия в случае, если лицо, действующее добросовестно, полагалось на запись в реестре ценных бумаг. Также нет четкого определения мер ответственности в случае предоставления эмитентом недостоверной информации. Очевидно, что законодательство должно быть нацелено на предотвращение случаев, когда проспекты эмиссии содержат недостоверную информацию. В этой связи следует отметить, что в России пока не начато серьезное обсуждение вопросов об ответственности при раскрытии недостоверной информации в проспекте эмиссии ценных бумаг. Подобные проблемы обсуждались в европейских странах, и предложенные идеи нашли отражение в унифицированном законе ЕС.

3. Правовые последствия передачи реестра акционеров другому реестродержателю отрегулированы не совсем корректно. Несмотря на то, что передача

1 В частности, она размещается на сайтах, посвященных проспектам эмиссий, направленным в ФСФР.

2 Как в случае с реестрами недвижимого имущества.

акций в реестре имеет решающее значение для передачи прав собственности на эти акции¹, непонятен целый ряд моментов, касающихся процедуры передачи².

Происходит ли это:

- в момент подписания договора с новым реестродержателем;
- или по окончании действия договора с предыдущим реестродержателем;
- или при передаче информации новому реестродержателю;
- или же когда эмитент принял решение о передаче реестра от одного реестродержателя к другому.

(81)

4. Дело «Славнефти»³, получившее широкий общественный резонанс, показало, что простой спор относительно легитимности назначения генерального директора может длиться много месяцев. В целом государственный реестр юридических лиц играет большую роль, но, по сути, дает слабые гарантии

1 Ст. 146 Гражданского кодекса РФ (ГК РФ); ст. 29 Закона о рынке ценных бумаг.

2 Особенно слушания по вопросам «Основные направления совершенствования корпоративного законодательства» 15 ноября 2004 г. и «Проблемы законодательного обеспечения прав собственности в Российской Федерации: пути противодействия недружественным поглощениям» 12 мая 2003 г.

3 В деле «Славнефти» проблема заключалась в следующем. Основной акционер потребовал проведения внеочередного общего собрания акционеров для решения вопроса о досрочном прекращении полномочий генерального директора АО «НГК «Славнефть» и о назначении нового генерального директора, которое впоследствии и было проведено.

Один из акционеров не был включен в список лиц, участвующих в общем собрании, и подал жалобу в связи с нарушением его права на участие в собрании. На основании ст. 49 Закона об АО и поскольку акционер не принимал участия в общем собрании акционеров, суд вынес решение, признавшее решение совета директоров «Славнефти» о созыве внеочередного общего собрания недействительным, решение внеочередного общего собрания о досрочном прекращении полномочий генерального директора АО «НГК «Славнефть» и назначении нового генерального директора недействительным. Решение суда по этому делу также обязывало генерального директора, действовавшего до принятия вышеназванного решения, приступить к выполнению своих должностных обязанностей. Однако на основании жалобы, поданной другим акционером компании, другой суд РФ вынес определение, в соответствии с которым органам управления и должностным лицам общества запрещалось любыми действиями прямо или косвенно препятствовать исполнению решений внеочередного общего собрания, и своим последующим решением суд подтвердил легитимность назначения нового генерального директора компании на внеочередном общем собрании акционеров. Таким образом, на основании решений двух российских судов создалась ситуация, при которой у компании в один и тот же момент было два действующих генеральных директора.

4.1.

Надежность информации, раскрываемой при поддержке государства

действительного наличия полномочий у лиц, зарегистрированных в реестре, представлять компанию. Использование же опыта европейской регистрационной системы, которая требует регистрации лиц, имеющих полномочия представлять компанию, могло бы ускорить решение вопроса о полномочиях генерального директора и легитимности его назначения.

4.2.

УКРЕПЛЕНИЕ РОЛИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОРГАНОВ

Значительная часть предложений, выдвинутых в последнее время, направлена на повышение регулирующих, надзорных и контрольных функций государственного регулятора – ФСФР. Предложения касаются также функций по оказанию услуг участникам финансового рынка. Подобные соображения высказаны, в частности, в документах о регулировании рынка финансовых услуг, подготовленных группой экспертов во главе с бывшим председателем ФКЦБ И. В. Костиковым¹, и в предложенной ФСФР Стратегии развития финансового рынка². Суть предложений сводится к тому, что для эффективного осуществления указанных функций необходимо создание единого государственного регулятора на финансовом рынке, обладающего особым статусом (например, наделение таким статусом ФСФР). На практике это предполагает оперативную независимость регулятора, подотчетность главе исполнительной власти, наличие коллегиальных органов управления и принятия решений. Для реализации этих предложений

(82)

1 «Проект финансового развития на 2005–2008 годы». Основные вопросы касаются правового статуса профессиональных участников и определения собственных активов.

2 Признание новых финансовых инструментов: производные финансовые инструменты, секьюритизация; создание правовых норм, способствующих уменьшению транзакционных издержек при привлечении средств на российский фондовый рынок; снижение уровня инвестиционных рисков: надежные правила по раскрытию информации, инсайдеровским операциям, защита прав акционеров при слияниях и поглощениях; развитие корпоративного законодательства и корпоративного управления, улучшение компенсационных схем на финансовых рынках; реформа системы регулирования финансовых рынков.

предусматривалось проведение реформы системы регулирования на финансовом рынке путем разработки специального законодательства, определяющего полномочия, статус, систему принятия решений органом, уполномоченным осуществлять регулирование, контроль за операциями на финансовом рынке и оказывать услуги его участникам. Это позволило бы наиболее эффективно защищать права и законные интересы инвесторов на финансовом рынке и обеспечило бы более эффективный надзор за соблюдением установленных требований и правил.

Реализация этих предложений дала бы ФСФР полномочия, сходные с полномочиями аналогичных регулирующих органов западных стран. Эффективность использования таких полномочий непосредственно зависит от оперативности реагирования регулятора на развитие рынка и нежелательное поведение его участников, а также от того, в какой мере его деятельность отвечает потребностям среднего бизнеса. В связи с этим встает вопрос о целесообразности общего усиления роли государственных органов.

Не ясно, смогут ли предложения, касающиеся повышения роли государственного регулятора, в частности ФСФР, обеспечить повышение эффективности защиты прав и интересов инвесторов. В частности, не были предусмотрены правила, обеспечивающие надежность раскрываемой эмитентами информации перед инвесторами. Среди представителей исполнительной и законодательной власти распространено мнение, что жесткий контроль со стороны государственных органов и расширение их функций повышает степень надежности и обеспечивает должный уровень доверия со стороны инвесторов. Вместе с тем значительное сопротивление вызывает идея возложить на эти органы ответственность, например, за содержание раскрываемой эмитентами информации. Этим объясняются сравнительно слабые полномочия ФСФР. Кроме того, многие предложения, направленные на расширение полномочий государственных органов, не предполагают решения таких ключевых вопросов

(83)

защиты интересов участников финансового рынка, как раскрытие информации и/или концентрация на следственных функциях государственных органов.

4.3.

САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

(84)

Без разработки системного подхода к регулированию деятельности участников финансового рынка представляется сомнительной способность саморегулируемых организаций обеспечить надежные правила и надзор за российским рынком ценных бумаг, в особенности принимая во внимание сравнительно низкий уровень организованности участников рынка, их деление на банки и организации, находящиеся под контролем ФСФР, а также проблемы возможного привлечения их руководителей к ответственности. Вместе с тем, слабость государственных органов делает передачу функций регулирования и контроля над определенными сферами саморегулируемым организациям весьма привлекательной. Дискуссии о такой передаче следует продолжать. В целом, даже в таких странах, как Германия, где государственное регулирование достаточно развито, роль банковских ассоциаций при страховании вкладов¹ и фондовых бирж при определении и принятии правил по раскрытию информации значительно весомее, чем в России.

4.4.

РАЗГРАНИЧЕНИЕ ПОЛНОМОЧИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОРГАНОВ И ЧАСТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ В СФЕРЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Если в российском законодательстве и практике регулирования будет учтен международный опыт, то ФСФР со временем расширит полномочия, например, в отношении расследования правонарушений. Предоставление ФСФР возможности использовать свои

¹ Макс Б. Гутброд. Актуальные проблемы регулирования российского банковского сектора и финансовых рынков // Управление финансовыми рисками. 2005. № 3.

полномочия при разрешении корпоративных споров повысит уровень компетентности в регулировании рынка. ФСФР должна обладать полномочиями по расследованию дел, связанных с нарушением прав кредиторов и миноритарных акционеров, включая случаи банкротства, т. к. сами кредиторы и инвесторы не могут получить такую информацию от компании. В свою очередь, госрегулятор может не только увязать воедино соответствующие запросы акционеров, но и отделить конфиденциальную и не имеющую отношения к делу информацию от существенной. В этом случае ФСФР должна использовать свои полномочия в интересах миноритарных акционеров.

(85)

Как следствие, должны быть определены подходы к разрешению ситуации в каждом отдельном случае, проведена тщательная оценка мнений инвесторов и степень их доверия к определенным организациям. Контрольные функции необходимо увязать с обеспечением раскрытия информации на рынке ценных бумаг, что позволит повысить уровень доступной информации о компании в целом. Особое внимание следует обратить на раскрытие информации государственными органами, поскольку имеются случаи, когда информация раскрывалась неофициальным путем, и тем самым органы исполнительной власти подрывали к себе доверие со стороны компаний и инвесторов¹. Расширение функций государственных регулирующих органов, опирающееся на апробированную мировую практику, будет способствовать более полной интеграции России в международную договорно-правовую систему.

И наоборот, если информация не будет раскрываться ни для широкого, ни для более ограниченного круга лиц и не будет достоверной, следует отменить требования о регистрации информации в реестрах компаний. В частности, не имеет смысла требовать включения в реестры юридических лиц сведений о правах на представление интересов компаний, если информация об их регистрации не является общедоступной или заслуживающей доверия. В настоящее время

¹ Примером может служить утечка данных из отчетов Центрального банка РФ.

компаниям должны предоставлять нотариально заверенные заявления и сравнивать их со сведениями, имеющимися в регистрационных органах. В свою очередь, кредиторы вынуждены проверять предоставляемые им доверенности и корпоративные документы, а возможно, и статус регистрации лиц, имеющих право представлять интересы компании, до заключения договора с компанией. Сложившаяся ситуация связана с тем, что записи в российском корпоративном реестре не имеют той юридической силы, которой они обладают в странах ЕС.

Если законодателем будет принято решение, не учитывающее упомянутые предложения, то требование о необходимости уведомления регистратора о лицах, имеющих право представлять интересы компании, должно быть отменено. Стало быть, инвестор будет действовать недобросовестно, если реестр содержит информацию, которая может помешать его сделке. Такой тип реестров становится необходимым лишь для ограничений, а не для разрешений, и все регистрационные требования должны быть пересмотрены с учетом этого факта.

В отношении правонарушителей необходимо постепенно ужесточать уголовную и гражданскую ответственность. Смысл санкций должен заключаться в том, чтобы в первую очередь предоставить стороне, пострадавшей в результате нарушения законодательства, надлежащую защиту. Необходимо также принятие мер, направленных на повышение ответственности должностных лиц за совершаемые действия. В случае нарушения, допущенного государственным органом, например, при неправильной регистрации, за ошибку должна быть предусмотрена личная ответственность служащего, отвечающего за запись. Государственный орган должен принять соответствующие меры в отношении данного служащего, вплоть до его увольнения, и не допустить повторения подобных случаев в будущем. Введение санкций может сопровождаться амнистией за предыдущие нарушения, что будет способствовать достижению ясности и росту взаимного доверия в отношениях госрегулятора и инвесторов.

(86)

Саморегулируемые организации при передаче полномочий должны быть способны возместить ущерб участникам рынка ценных бумаг, возникший в связи с недобросовестным выполнением ими своих обязанностей. Это может быть обеспечено, например, посредством установления минимального размера уставного капитала, который должен поддерживаться в течение всего времени деятельности компании и отчисляемого в специальный фонд, учрежденный в целях возмещения ущерба. Также возможно введение обязательного страхования профессиональной ответственности такой организации. Требования о страховании профессиональной ответственности должно защитить инвесторов и обеспечить соблюдение закона и основных требований саморегулируемыми организациями. Страховые компании при заключении договора страхования профессиональной ответственности производят оценку возможных рисков, включая риск недобросовестного исполнения организацией своих обязанностей, и устанавливают требования по их минимизации. Дополнительно можно требовать возмещения ущерба, понесенного участником рынка ценных бумаг в связи с действиями саморегулируемой организации. Ущерб должен быть возмещен за счет средств специального фонда этой организации.

(87)

Передача полномочий саморегулируемым организациям требует от них высокой степени профессионализма. Например, фондовые биржи, как правило, не дают право компаниям с нечетко или неясно раскрытой информацией включать ценные бумаги в листинг. Как следствие, было бы целесообразно передать полномочия по регистрации проспектов эмиссий фондовым биржам, на которых осуществляется значительный объем торгов. При создании саморегулируемой организацией специального фонда на случай возмещения ущерба, заключении ею договоров страхования профессиональной ответственности и/или получении гарантий от членов организации, такому саморегулятору могли бы быть предоставлены полномочия по выдаче лицензий профессиональным

4.4.

Разграничение полномочий государственных органов и частных организаций в сфере регулирования

участникам рынка ценных бумаг. Можно полагать, что при наличии упомянутых гарантий члены саморегулируемой организации не допустят ненадежных участников на рынок ценных бумаг. Наконец, саморегулируемым организациям может быть предоставлено право действовать в качестве экспертов, устанавливающих на основании договоренности между участниками рынка ценных бумаг условия, обязательные для исполнения всеми сторонами.

Далее целесообразно дополнительно изучить возможность конкурентов влиять на уровень раскрытия информации. Например, конкурент может потребовать раскрытия информации, которая является опасной для выдвинувшей первоначальное требование компании, но полезной для самого заявителя. В этом случае он рискует создать прецедент, который по инициативе конкурентов может быть использован против него самого как в средствах массовой информации, так и в судебном порядке. Иски должны быть основаны на праве компаний требовать совершения конкурентом определенных действий или их прекращения, даже если такие действия не затрагивают сферу деятельности заявителя. Необходимо также предусмотреть, что в случае рассмотрения дела в пользу заявителя он имеет право на компенсацию всех расходов, понесенных им в связи с подачей искового заявления. Правомерность применения подобной практики подтверждает германский закон о недобросовестной конкуренции, который в большинстве случаев приводится в исполнение за счет требований конкурентов.

(88)

5 УЧАСТНИКИ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ

(89)

Среди проблем корпоративного права и управления в России, которые требуют решения и могут стать предметом гармонизации с законодательством ЕС, следует отметить: механизмы, обеспечивающие надежность условий кредитного финансирования и финансирования путем вложения средств в акционерный капитал компании; ответственность директоров и акционеров компании; регулирование группы компаний и их налогообложение.

5.1. СООТНОШЕНИЕ ИНТЕРЕСОВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ И КРЕДИТОРОВ

В качестве первоочередного и основного источника финансирования могут рассматриваться заемные средства. Значительная часть ликвидных ресурсов на российском рынке (например, возникших в результате проведения пенсионной реформы или доходов, получаемых государством и направляемых в Стабилизационный фонд) должна использоваться с большой осторожностью и предоставляться в качестве

источника кредитного финансирования. Учитывая короткий период развития рыночных отношений в России, в краткосрочной перспективе сложно разработать надежные инструменты, необходимые для финансирования путем вложения средств в акционерный капитал. Обычно развитие этого процесса занимает не годы, а десятилетия. Но в то же время существуют рынки, где инвестиции в акционерный капитал для небольших компаний стали возможными в сравнительно короткие сроки, например в Чили. В России инвестирование в акционерный капитал ограничено не только из-за отсутствия прозрачности, но и в силу проблем, связанных с адекватной оценкой корпоративного поведения. Россия в большей мере сходна со странами типа Германии, где значительные масштабы приобрело именно кредитное финансирование. Этот факт диктует необходимость фокусироваться на защите прав кредиторов.

(90)

Меры по защите прав кредиторов, которые выходят далеко за рамки фондового рынка, могли бы оказать значительное воздействие на налогообложение и процедуры банкротства. Уклонение от уплаты налогов часто выражается не только в недекларировании доходов и в сокрытии фактов, влекущих обязательства по уплате налогов. Серьезной проблемой является также недостаточная ясность в сведениях о юридическом лице – налогоплательщике. Речь идет о ситуации, когда потенциальные налогоплательщики исчезают, как только налоговый орган пытается предъявить им налоговые требования. Подобные действия могут нанести существенные убытки как частным кредиторам, так и государству.

Повышение благонадежности юридических лиц помогло бы пресечь уклонение от уплаты налогов. Кредиторы, заинтересованные в удовлетворении своих требований в будущем, избегали бы заключать договоры, связанные с определенными нарушениями закона. Например, работник, рассчитывающий на получение пенсии, обещанной работодателем, не захочет получать свою зарплату «в конверте», поскольку в этом

случае и пенсионные требования могут оказаться трудно исполнимыми. Наконец, меры, направленные на пресечение вывода активов в целом, уменьшают опасность для кредиторов, связанную с реструктуризацией компании, и облегчают проведение изменений в практике реорганизации.

5.2.

ЛИЧНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ РУКОВОДИТЕЛЕЙ И ДРУГИХ ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ ЛИЦ

Одна из острых проблем, обсуждаемых в деловом сообществе, – необходимость повышения ответственности членов совета директоров с целью не допустить их участия в действиях, ведущих к корпоративным скандалам. Один из вариантов решения проблемы – создание ревизионных комиссий, в состав которых будут входить члены совета директоров компании с целью повышения качества отчетности. В этом контексте определенную роль мог бы сыграть институт независимых директоров, ответственность которых определялась бы, прежде всего, по англо-саксонской модели.

(91)

В российской практике не наблюдалось большого числа публичных судебных разбирательств, связанных с привлечением генеральных директоров и членов совета директоров к ответственности за вывод активов компании, хотя существующие положения законодательства предусматривают достаточно строгую ответственность и для генеральных директоров, и для членов совета директоров¹. Это связано с рядом проблем.

1. Отсутствие ясности по поводу доказательств причиненного ущерба², а также по определению лица,

1 Ст. 71 Закона об АО и ст. 44 Закона об ООО.

2 В данном контексте речь не идет о том, что убытки, причиненные компании, должны обязательно совмещаться с убытками, причиненными акционерам. Это является релевантным для тех рынков, где цены на акции быстро меняются. Например, если цена на акции, котирующиеся на бирже, серьезно изменится после публикации в прессе о судебном процессе, это, конечно же, не даст возможности акционеру, который полагает, что ему причинили убытки, их взыскивать на основании разницы цен. Вместо этого, он должен будет ожидать, пока будет вынесено решение в его пользу.

5.2.

Личная ответственность руководителей и других заинтересованных лиц

которому необходимо возмещать убытки, – акционеру или компании¹.

2. В российском процессуальном праве не существует процедуры открытия доказательств. Поэтому доказательства, необходимые для обоснования иска к члену совета директоров, должны собираться в соответствии с процедурой сбора информации, предусмотренной действующим законодательством о юридических лицах и о рынке ценных бумаг. Кроме того, санкции за неуважение к суду в случае нарушений, не связанных с официальными судебными действиями, сравнительно мягкие, поэтому требования судов к сторонам о раскрытии информации зачастую не исполняются. Наконец, российские суды подходят формально к рассмотрению доказательств, в связи с чем вещественные и письменные доказательства играют более значимую роль, чем устные показания, а на истца возложено большее бремя по сбору доказательств, в сравнении с подходом, фокусирующимся на анализе экономических обстоятельств, а не предъявленных доказательств.

(92)

3. При привлечении к ответственности физических лиц велика роль психологического фактора. Как показывает практика, иски о возмещении ущерба предъявляют организации или государству, но не конкретному физическому лицу – представителю организации или государства. Этим объясняется тот факт, что топ-менеджеры компаний, совершившие экономические правонарушения после кризиса 1998 г., не были привлечены к ответственности. Несмотря на сходство формулировок уголовного права в России и на Западе, в российской практике его применение менее надежно.

Очевидно, что законодательные изменения могли бы решить ряд перечисленных выше проблем. Это предполагает разработку правил, позволяющих четко определить основания и принципы привлечения к ответственности менеджеров компании. К числу таких

¹ В настоящий момент не существует концепции «action pro socio», как в законодательстве Германии, в соответствии с которой акционеры могут взыскать убытки с компании.

оснований могут относиться вывод активов из компании, некорректное ведение учета и отчетности, несоблюдение фидуциарных обязательств органом управления, «злоупотребление доверием» акционеров. Так, следует предусмотреть, что при установлении факта вывода активов представитель органа управления компании несет ответственность только тогда, когда он принимал участие в одобрении такой сделки. До тех пор, пока такие правила не выработаны, менеджеры должны привлекаться к ответственности исключительно за совершение конкретных неправомерных действий, но не за экономические решения.

Должен быть накоплен достаточный опыт применения подобных норм. В противном случае существует опасность произвольного толкования и ошибочного применения правил привлечения к ответственности генеральных директоров и иных топ-менеджеров компаний. Кроме того, расширение ответственности высших менеджеров может повлечь за собой нежелание принимать ими экономически обоснованные, но рискованные решения. Подобные решения необходимы, учитывая характерное для российской экономики динамичное развитие. Они могли бы быть экономически целесообразными и привести к положительным результатам в деятельности компании. Поскольку вряд ли можно рассчитывать на предсказуемое применение мер ответственности к менеджерам со стороны судов, менеджеры и члены советов директоров будут тогда действовать более осторожно, чем того требуют обстоятельства. Применение уголовного законодательства и привлечение к ответственности будет неэффективно не только из-за того, что многие нарушают его безнаказанно, но и в случаях, когда мера наказания не является последствием нарушения. В некоторых случаях обвинение может основываться на стремлении достичь каких-либо целей, не имеющих отношения к закону, в том числе и получение личной выгоды. Нельзя игнорировать факт, что в странах с переходной экономикой, включая Россию, расширение полномочий государственных органов чревато распространением коррупции. При расширении полномочий правоохрани-

(93)

тельных органов по привлечению к ответственности менеджеров компаний, но при отсутствии четко и детально проработанных принципов ответственности, наиболее вероятно сохранение нынешней ситуации, когда основные акционеры компаний (в основном, в сфере среднего бизнеса) отказываются занимать официальные должности в своих компаниях. Поэтому можно высказать серьезные сомнения в том, что расширение полномочий правоохранительных органов приведет к росту законопослушности.

Англо-саксонская модель, которая основывается на фидуциарных обязанностях членов совета директоров, выходящих за рамки действий в интересах компании, для России неприемлема, поскольку не предусматривает четких оснований возникновения ответственности. В частности, далеко не всегда российской практике будут отвечать следующие требования:

(94)

- независимый член совета директоров обязан защищать интересы миноритарных акционеров только в силу своей независимости;
- совет директоров должен отвечать за получение справедливого заключения в пользу миноритарных акционеров в случае, когда акционер, владеющий контрольным пакетом акций, ведет переговоры по покупке их акций;
- в компаниях необходимо усилить роль главного бухгалтера или финансового директора¹;
- члены ревизионной комиссии должны нести ответственность за свои заключения;
- собственный юрисконсульт предприятия должен нести личную ответственность за соблюдение норм права по борьбе с взятками;
- управляющий орган должен подтверждать точность налоговых деклараций компаний, подобно тому как это закреплено в законе Сарбейнса-Оксли.

В то же время, соблюдение законодательных требований может быть достигнуто путем ужесточения

¹ Судебные дела показывают, что роль главного бухгалтера сокращается: его подпись больше не требуется. См. пример судебной практики в: Постановление Федерального арбитражного суда Северо-Западного округа № А56-33331/04 от 20 мая 2005 г.

мер ответственности, которую будут нести члены совета директоров и менеджеры. Это следует сопровождать разъяснением правовых норм, при нарушении которых возможны уголовно-правовые последствия. Лица, заинтересованные в исходе разбирательства, должны иметь право принимать участие в расследовании и оценке нарушений. Другими словами, подавать ли иски о защите прав миноритарных акционеров и в каком виде, должен решать не прокурор. При этом необходимо выработать дополнительные способы сбора доказательств и/или перенос бремени доказательств, чтобы обеспечить гарантированное возмещение ущерба. Основные критерии при определении санкций – правомерность и целесообразность возмещения убытков потерпевшему лицу. Вопрос наказания нарушителя должен рассматриваться во вторую очередь.

(95)

При разработке правил ответственности членов совета директоров и акционеров необходимо сосредоточиться на возможных последующих действиях или упущениях соответствующих лиц и на способах обеспечения общих интересов компании, а не на распределении определенных функций менеджмента – бухгалтера-контролера, секретаря и/или независимого члена совета директоров.

5.3.

ОТВЕТСТВЕННОСТЬ АКЦИОНЕРОВ

После волны банкротств, последовавших за кризисом 1998 г., не была введена ответственность акционеров, несмотря на имеющиеся статьи Гражданского кодекса¹ и Закона об АО². Время покажет, какую роль в этом отношении сыграло дело «Юкоса». Учитывая международный опыт, общее ужесточение ответственности акционеров вряд ли желательно.

Ограниченная ответственность – наиболее важная особенность корпораций, и отказ от этого принципа может допускаться только в исключительных

¹ Ст. 56, 105 ГК РФ.

² Ст. 3 Закона об АО.

случаях, которые должны быть четко определены. В частности, факт банкротства дочернего предприятия не должен считаться исключительным случаем для привлечения материнской компании к ответственности. Рост экономики будет более динамичным, если акционеры смогут полагаться на возможность избавления от определенных рисков благодаря прозрачным процедурам банкротства. Судебная практика и споры о «срывании корпоративной вуали» показывают сложность определения пределов ответственности акционеров. Однако если общие правила не будут установлены, то субъективность при принятии судебных решений приведет к непредсказуемым результатам.

(96)

5.4.

СИСТЕМА ЗАЩИТЫ КАПИТАЛА

Очевидно, что ограничение ответственности корпорации ее имуществом предполагает защиту этого имущества. В мировой практике существует много различных схем защиты капитала. В англо-саксонском праве основное внимание уделяется фидуциарной обязанности членов совета директоров распределять дивиденды только в случае, если они оправданы прибылью. В немецком же праве особый акцент делается на контроль за вкладами в уставный капитал, в частности, на вложения в неденежной форме, а также запрещается выплата дивидендов, если стоимость чистых активов оказывается меньше размера уставного капитала. Защита капитала в Европейском Союзе усиливается также налоговым законодательством и практикой его применения, поскольку действия, приносящие прямую или косвенную выгоду акционерам, считаются распределением прибыли и поэтому облагаются налогом на прибыль предприятий при определении налогооблагаемой базы.

Введение фидуциарных обязанностей как основы для надежного обеспечения защиты интересов акционеров само по себе не ведет к созданию устойчивой системы защиты. В частности, весьма проблематично построение защиты капитала на оценке

менеджментом прибыльности предприятия. Особую сложность представляют поиск надежного обоснования для оценки прибыльности и возможность банкротства. Чтобы избежать этого, необходимо вводить признанные в мире стандарты финансовой отчетности. Как показало дело компании «Энрон», использование рискованных финансовых инструментов может иметь непредсказуемые последствия для финансовой устойчивости и прибыльности предприятия, особенно когда они применяются российскими компаниями с малым опытом рыночной деятельности. Если бы менеджеры могли делать собственную оценку, то инвесторы столкнулись бы с непредсказуемыми рисками. Хотя и оценка риска экспертами вряд ли заметно увеличила бы выигрыш от столь обременительной и дорогостоящей процедуры, учитывая небольшое число в России опытных и надежных специалистов. Это необходимо принимать во внимание при обсуждении ответственности менеджмента по защите капитала.

(97)

В континентальном праве защита капитала строится на правилах по выплате дивидендов, оплате собственных акций, увеличению уставного капитала, принудительной ликвидации и сделкам с заинтересованностью. Такой набор правил имеется и в российском законодательстве, но их практическое применение наталкивается на серьезные препятствия. С одной стороны, существующие правила в отношении сделок с заинтересованностью носят слишком общий характер, поэтому под них подпадает чрезмерно большое число сделок, заключаемых компаниями. С другой стороны, в то время как применение самих правил в какой-то мере обеспечено, присуждение возмещения убытков акционерам в случае несоблюдения правил является исключением, и в итоге правила не обеспечивают защиты интересов акционеров. Это обусловлено тем, что не предусмотрен четкий механизм определения ущерба и его размера при возмещении акционерам компании. Работа над совершенствованием правил крайне важна, но при формировании эффективной системы защиты капитала возникает ряд сложностей. Среди них можно выделить отсутствие ясности при

определении непосредственных акционеров, особенно в крупных бизнес-группах. Структура таких групп часто включает множество офшорных образований, что затрудняет обращение взысканий на прямых и/или косвенных акционеров. Поэтому ужесточение мер принудительного исполнения в отношении всех компаний может стать дискриминационным по отношению к мелким и более прозрачным компаниям, которые не могут позволить себе или не желают создавать офшорные схемы. Кроме того, правила должны быть достаточно простыми, чтобы можно было рассчитывать на их соблюдение всеми компаниями, включая небольшие общества с ограниченной ответственностью. Система защиты капитала не должна затруднять внутригрупповые сделки и допускать распределение прибыли, в частности, для публичных компаний, поскольку дивиденды служат основным фактором укрепления доверия финансовых инвесторов к российскому рынку. Распределение капитала путем выкупа акций должно поощряться во избежание бесполезного хранения денег на счетах компаний.

(98)

Если ответственность в отношении выпуска проспектов эмиссии будет постепенно усилена и компании будут отвечать за ущерб¹, компенсация ущерба будет выплачиваться из средств, которые в иных обстоятельствах причитались бы кредиторам или другим инвесторам, что не дает полной защиты акционерного капитала. Наконец, использование налоговых органов для пресечения скрытых выплат акционерам – это очевидный риск, который может вызвать ухудшение делового климата. Кроме того, сами результаты действий налоговых органов будут изначально сильно зависеть от их собственной, довольно субъективной оценки рынка.

Учитывая указанные проблемы, система защиты капитала могла бы быть сконцентрирована на следующих аспектах:

¹ Аналогичное опровержение того, что ответственность эмитента за проспект эмиссии преуменьшает значение уставного капитала и, таким образом, может быть губительной для защиты акционерного капитала), действует в праве Германии. См. Grundmann, *Europaisches Gesellschaftsrecht*, 2004, s. 153.

1. Требование поддержания определенного размера уставного капитала должно быть сохранено, поскольку именно этот критерий берется за точку отсчета во многих областях законодательства¹. Однако следует четко понимать, что такая форма защиты капитала недостаточна и неравноценна общей защите, поскольку нет никаких гарантий сохранности первоначального капитала. В будущем процедура обязательной ликвидации компании вследствие того, что чистые активы становятся меньше установленного минимального размера уставного капитала², должна распространяться на компании с лицензиями, требующими минимального уставного капитала. Уменьшение же размера уставного капитала предполагало бы отзыв лицензий.

(99)

2. Чтобы сократить разработку сложных предбанкротных схем, направленных на сокрытие факта уменьшения стоимости активов, следует уделить больше внимания требованиям по раскрытию информации об активах и их стоимости. В данном контексте речь должна идти не столько о текущей стоимости активов, сколько об их ликвидационной стоимости. В той мере, в какой это возможно и разумно, оценка должна подтверждаться собственниками и менеджерами компаний. Такое требование осложнит списание активов или продажу их по значительно более низкой цене.

3. Сделки с заинтересованностью должны оформляться документально. Ненадлежащее заключение сделок должно наказываться более строго в тех случаях, когда именно в связи с заключением таких сделок был причинен ущерб, в особенности в случае банкротства.

5.5.

Группы компаний

Анализ сделок с заинтересованностью возможен только при определении реальных собственников сторон по

1 Примеры: банковское законодательство, законы о ценных бумагах, в частности об управлении фондами и о пенсионной реформе, законы о страховании, таможенное законодательство.

2 П. 4 ст. 90, ст. 99 ГК РФ, п. 5 ст. 35 Закона об АО и п. 3 ст. 20 Закона об ООО.

таким сделкам. В этом случае можно будет понять, являются ли участники сделки заинтересованными сторонами. Данная проблема выходит далеко за рамки корпоративного права. Тот факт, что реальный собственник часто не раскрывается, свидетельствует о важности этой проблемы также в следующих областях:

1. *Антимонопольное законодательство.*

Несмотря на то, что российские нормы права в целом сходны с западными, имеются характерные отличия, особо осязаемо проявляющиеся в минимальных санкциях за несоблюдение законодательных предписаний. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) может прервать исполнение уже заключенной сделки только посредством судебного иска. В итоге могут быть одобрены сделки, независимо от того, приведут ли они к доминирующему положению на рынке или нет. Однако повышение цен в результате заключения сделки не преследуется законом. В результате возникает неопределенность для всей отрасли, а рациональный контроль над рынком невозможен.

(100)

2. *Налоговая практика.* В условиях современной экономики налоговые органы, в принципе, принимают цены сделок, установленные сторонами, не связанными между собой. Однако они тщательно проверяют сделки между связанными сторонами (аффилированными лицами), поскольку имеется риск, что стороны могут уходить от уплаты налогов, произвольно назначая цены. Таким образом, выявление различий между связанными и несвязанными сторонами имеет очень важное значение для справедливого налогообложения.

3. *Банковское кредитование.* Один из самых значительных рисков для банковской системы связан с последствиями банкротства крупной группы компаний. Чтобы оградить банки от таких рисков, правила кредитования аффилированных лиц определяются банковским законодательством. Однако, если не раскрывается информация об общих собственниках компаний или групп компаний, такая форма контроля становится неэффективной, и подобный риск сказывается на работе российской банковской системы.

4. *Законодательство о ценных бумагах.* Пока не будет ясности относительно того, принадлежат ли участники рынка ценных бумаг и/или банки какой-либо бизнес-группе, от них невозможно требовать предоставления отчетности по всей группе. Это имеет особое значение, учитывая, что некоторые российские банки значительно расширили свою деятельность за рубежом, в то время как участники рынка ценных бумаг развивают свои структуры на территории Европы.

На практике отсутствие прозрачности усугубляется тем, что многие российские бизнес-группы включают компании, действующие под различными наименованиями или товарными знаками, в отличие от западных холдингов, которые постоянно позиционируют себя как единое целое.

(101)

Один из способов решения этой проблемы обсуждался в контексте реформы антимонопольного законодательства и заключается в постепенном переходе на западные стандарты, а именно, во введении штрафных санкций за объединение в группу без надлежащего раскрытия информации об этом и получения одобрения. Однако такое решение затруднительно по ряду причин. Штрафы, накладываемые на физических лиц, скорее всего, заставят их, как минимум, в течение какого-то времени скрываться за другими лицами с незначительными доходами. Для того чтобы создать реальную угрозу лицам, владеющим компаниями через офшорные структуры, необходимо повысить возможности контролирующего органа по сбору информации. Однако даже при наличии данных их оценка потребует значительного опыта. Важной задачей является поиск баланса между ужесточением санкций и их возможными последствиями для рынка. Необходимо иметь четкое представление, действительно ли группа лиц является владельцем предприятий. Только это позволит установить факт согласованности действий между различными физическими лицами. Штрафы в отношении топ-менеджмента могут оттолкнуть талантливых руководителей от занятия высоких должностей и будут несправедливыми по отношению ко вновь пришедшим менеджерам, если факты нарушений не были им известны.

Кроме того, существует опасность несистематического внедрения стандартов. Предприниматель с рыночным менталитетом, который работает на международных фондовых рынках, опасается негативной публичной огласки. В принципе он законопослушен и не должен оказываться в худшем положении, чем другие предприниматели, которые не соблюдают все требования закона и не намерены исправлять ситуацию. Главная задача в данном случае сводится к тому, что независимо от принимаемого решения применяемые меры не должны быть противоречивыми.

(102)

Особо необходимо отметить, что недостаточный опыт и квалификация многих сотрудников регулирующих органов порождают серьезные сомнения в целесообразности наделяния их большими полномочиями. Показательным с этой точки зрения стало введение системы страхования банковских вкладов. Пересмотр банковских лицензий, предполагавшийся как часть нововведения, был воспринят рынком как способ «подчистить» банковскую систему и в июне 2004 г. привел к своеобразному банковскому мини-кризису. Вместо того чтобы полагаться только на введение санкций против физических лиц, основанных на более строгих правилах рынка ценных бумаг и/или антимонопольных нормах, следует разработать пакет мер и санкций для конкретных ситуаций. В основном он должен быть посвящен сбору доказательств нарушения законодательства в течение определенного периода, введению персональной ответственности за некорректное раскрытие информации и в случае несообщения информации или предоставления недостоверной информации, использования определенных прав голосования. Наконец, следует подумать об отказе от применения санкций к тем, кто раскрывает информацию после начала расследования.

В этом случае было бы целесообразно ввести общее требование к компаниям уведомлять о приобретении крупного пакета акций. Для того чтобы дать возможность провести проверку относительно участия в сделке заинтересованных сторон, уведомление

должно сопровождаться списком аффилированных компаний с указанием имени и адреса конечного акционера. Затем компания должна направить копию уведомления конечному акционеру. В том случае, когда конечный акционер не согласен с раскрытием его имени, он теряет право голоса по приобретенным акциям. В любом случае проведение последующих процедур относительно заинтересованных сторон должно исходить из точности такого уведомления. В силу этого конечный акционер впоследствии не сможет утверждать, что уведомление было ошибочным. Это означает, что должны быть предусмотрены административные санкции за ненадлежащее уведомление, и каждая компания, упомянутая в списке, должна иметь возможность оспорить свой статус аффилированной компании в суде.

(103)

В настоящее время нарушение акционером требования уведомлять руководство компании о консолидации акций практически не влечет последствий для акционеров-нарушителей в случае открытых акционерных обществ¹, а ведет только к потере акционером права голоса по акциям, приобретенным в нарушение положений статьи 80 Закона об АО. В связи с этим целесообразно ввести общее положение, предусматривающее лишение прав голоса по всем акциям в случае нарушения установленной процедуры уведомления. Чтобы избежать неопределенности, ФСФР должна иметь возможность проводить проверку факта лишения права голоса акционера, нарушившего предписание об уведомлении при приобретении (консолидации) акций.

Менеджменту должно быть вменено в обязанность ежегодно вместе с финансовой отчетностью представлять отчет о сделках компании с крупными акционерами, владеющими контрольным пакетом акций компании и их аффилированными лицами². Такой отчет должен быть заверен аудитором и утвержден советом

¹ Пп. 2 п. 6 ст. 21 Закона об ООО.

² Данное предложение основано на положении германского законодательства. См. также: Gerhard Wirth, Mark Green, Michael Arnold, *Corporate Law in Germany*, Beck C.H., 2004, p. 184.

директоров компании одновременно с финансовой отчетностью. Требования по раскрытию информации и, возможно, предоставлению сведений в ФСФР должны гарантировать, что отчет не будет утрачен в случае смены руководства. Предположения о владельцах акций, на которых основан такой отчет, должны сообщаться собранию акционеров, а акционеры должны лично отвечать за корректировку недостоверных сведений в отчете и нести личную ответственность, если они этого не сделают.

Акционер, таким образом, будет нести ответственность за неразглашение информации, если ему станет известно, например, о том, что другой акционер является зависимым лицом от того же лица, что и он сам. При этом предполагается, что акционер должен быть осведомлен о том, что другой акционер контролируется тем же лицом, что и он сам. Для определения ответственности следует принять предположение о причинении ущерба. Как следствие, акционер будет нести налоговую ответственность, возникшую в связи со сделкой с заинтересованностью, информацию о которой данный акционер своевременно не раскрыл.

(104)

Чтобы избежать ситуаций, когда собственники избегают раскрытия информации, необходимо ввести четко определенный набор правил. Например, в судебном разбирательстве можно перенести бремя доказательства на предполагаемого собственника компании, который может вести переговоры от лица компании, но не имеет формального статуса в группе компаний. Основанием в данном случае могут служить следующие правила:

- информация о собственнике содержится в распространяемом инвестиционном меморандуме и проспекте эмиссии;
- проспект регистрируется в той или иной юрисдикции;
- установлена связь между предполагаемым собственником и компанией;
- существует траст и известен его бенефициар;
- лицо, заявляющее права собственности, представляет достаточные доказательства того, как оно приобрело акции и получило средства для их приобретения.

Исключение из этих правил возможно при отсутствии контролирующего акционера, например, в случаях котировки на бирже не менее 50% акций.

Третьим лицам должно быть разрешено предъявлять иски по поводу имущества несостоятельного должника ко всем участникам. В контексте таких исков ФСФР должны быть предоставлены полномочия по расследованию, позволяющие ей изучать внутреннюю документацию компаний и квалифицировать ее по уместности и степени конфиденциальности, после чего предъявлять суду.

Указанные процессуальные требования могут иметь исключения, если незаинтересованные акционеры (105) дают согласие на сделку. Процесс голосования должен протоколироваться и, если впоследствии статус заинтересованного лица будет доказан, то решение может быть отменено.

Закон должен установить единый стандарт аффилированности (то есть критерий связанности сторон). Он должен быть основой для определения наличия заинтересованности в сделке с любой компанией, которая по своему уставу имеет определения о заинтересованных сторонах.

5.6. КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

Систему корпоративного права следует рассматривать в контексте налогового законодательства. Причем следует учитывать не только налог на прибыль предприятий, но и подоходный налог, поскольку собственники, особенно в малых предприятиях, вместо распределения прибыли могут увеличивать свою заработную плату, получаемую ими в качестве руководителей.

По российскому законодательству налог на прибыль юридических лиц составляет 24%, а налог на доход физического лица – 13%. Таким образом, налоговый режим подталкивает собственников, которые осуществляют непосредственное руководство

компанией, к занятию официальной должности в своей компании и получению дохода в форме заработной платы, а не дивидендов.

Налогообложение дивидендов по ставке 9% дает существенные привилегии для холдинговых компаний. Ставка не должна опускаться, поскольку ее уменьшение стимулирует образование чрезмерно большого числа субъектов, что опасно при сделках с заинтересованностью.

С другой стороны, было бы неправильно привлекать компании к ответственности за то, что они заключали сделки между собой и совершали действия, ставшие предметом разбирательства налоговых органов. Необходимо ввести норму, в соответствии с которой наказания не предусматриваются в тех случаях, когда одна из компаний группы платила налоги, которые должна была бы платить другая компания той же группы.

(106)

РАЗДЕЛ III.

КОРПОРАТИВНЫЕ ФОРМЫ

6 ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА

(108)

В фокусе дискуссии о реформировании корпоративного права и его гармонизации с законодательством ЕС находится также эволюция корпоративных форм функционирования бизнеса. В первую очередь, речь идет о системе защиты капитала и мерах, обеспечивающих раскрытие информации.

6.1.

ОСНОВНЫЕ ВИДЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФОРМ

В зарубежных странах используются многообразные корпоративные формы. Как правило, выбор той или иной формы продиктован налоговыми соображениями. Например, в Германии лица, создающие товарищества (Personengesellschaften), руководствуются, в основном, двумя факторами:

- 1) участники могут вычитать убытки из своей налогооблагаемой базы;
- 2) прибыль товарищества распределяется между участниками и подлежит налогообложению на уровне участников, а не на уровне товарищества.

Важная задача для России состоит в том, чтобы четко определить корпоративные формы, которые

наиболее целесообразно использовать на практике. Кроме того, необходимо сосредоточиться на развитии существующей системы, а не на ее радикальном изменении.

Российские компании накопили значительный опыт работы на международном фондовом рынке. Радикальная реформа, влекущая за собой кардинальные изменения в корпоративном праве, может оказать негативное влияние на дальнейшую деятельность компаний: они будут вынуждены потратить много времени и ресурсов для приведения своей структуры в соответствие с новым законодательством, что может негативно отразиться на их позициях на фондовом рынке, в том числе за рубежом, а также подорвать устойчивость российской правовой системы. Предлагаемые изменения не должны отрицательно повлиять на развитие бизнеса, затормозить выход компаний на новые рынки. Изменения в законодательстве должны распространяться только на вновь создаваемые компании. Существующие же компании должны иметь возможность продолжать беспрепятственно осуществлять свою деятельность. При изменении законодательства необходимо предусмотреть некий переходный период для введения новых обязательных требований и правил и не налагать на существующие компании дополнительные обременения (например, по перерегистрации учредительных документов).

(109)

Российское законодательство в настоящий момент не предусматривает особого статуса для компаний, чьи акции котируются на фондовой бирже. Вместо этого, в зависимости от числа акционеров, на компании накладывается ряд обязательств и требований¹. Данные меры создают определенные трудности, поскольку увязка объема обязательных условий и формы компаний с количеством акционеров может привести к непредсказуемости, например, когда один акционер продает свои акции двум или более сторонним инвесторам. С точки

¹ Например, п. 3 ст. 66 Закона об АО устанавливает определенное число членов совета директоров в зависимости от общего числа акционеров. Ст. 7 Закона об АО предусматривает, что только открытое акционерное общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции.

зрения практики, подобные условия не выглядят достаточно обоснованными. От них целесообразно отказаться, предоставив право самим акционерам выбирать организационно-правовую форму компании и определять особенности ее структуры.

Специальные требования, которым должны отвечать публичные компании, следует вводить в условиях листинга, отражать в законах и/или подзаконных актах о рынке ценных бумаг. Основное внимание следует обратить на изменения законодательства в отношении следующих корпоративных форм:

Общество с ограниченной ответственностью

- с помощью законодательства должно сделать так, чтобы данная корпоративная форма стала наиболее приемлемой для инвестиций со стороны частных акционеров и для размещения долговых ценных бумаг;
- должно значительно дебюрократизировать как процедуру их создания, так и систему регулирования и надзора над текущей деятельностью;
- проводить более тщательный контроль со стороны государственного регулятора в целях надлежащей защиты прав и интересов кредиторов в случае банкротства.

(ПАО)

Закрытое акционерное общество

- должно претерпеть те же изменения, что и общество с ограниченной ответственностью. Кроме того, должны быть предусмотрены дополнительные меры защиты капитала (участия в прибыли) миноритарных акционеров;
- должно быть адаптировано для использования в венчурных сделках.

Открытое акционерное общество

- должно использоваться для выпуска ценных бумаг на фондовом рынке.

6.2.

ЗАЩИТА КАПИТАЛА

Закон устанавливает для всех компаний минимальный размер уставного капитала, который является имущественной основой деятельности хозяйственного общества, гарантирующей интересы кредиторов. Поддержание

минимального размера уставного капитала обеспечивается за счет ряда предписаний, установленных российским законодательством, в том числе, о порядке и сроках оплаты уставного капитала при учреждении юридического лица, и одно из основных требований состоит в том, что размер чистых активов общества не может быть меньше размера уставного капитала.

Закон устанавливает, что вкладом в имущество (уставный капитал) хозяйственного общества могут быть денежные средства, ценные бумаги, другие материальные активы или имущественные права либо иные права, имеющие денежную оценку (например, права пользования по лицензионному договору).

(III)

В случае если учредители (участники, акционеры) общества вносят в оплату уставного капитала неденежные вклады, закон предусматривает необходимость проведения денежной оценки таких вкладов. В обществах с ограниченной ответственностью такая оценка проводится участниками общества, если стоимость неденежного вклада – менее 200 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ). Если номинальная стоимость вклада превышает 200 МРОТ, установленного федеральным законом на дату представления документов для государственной регистрации общества или соответствующих изменений в устав общества, то оценка неденежного вклада в уставный капитал общества проводится независимым оценщиком. При этом номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости) доли участника, оплачиваемой неденежным вкладом, не может превышать сумму оценки вклада, определенную независимым оценщиком.

В отношении акционерных обществ закон предусматривает, что для определения рыночной стоимости имущества, вносимого в оплату акций, в обязательном порядке привлекается независимый оценщик вне зависимости от стоимости неденежного вклада. При этом величина денежной оценки имущества, произведенной акционерами или, в соответствующих случаях, советом директоров акционерного общества, не может превышать оценку независимого оценщика.

В связи с тем, что минимальный размер уставного капитала невелик (100 МРОТ – для обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ и 1000 МРОТ – для открытых акционерных обществ), правовые механизмы поддержания величины основного капитала относительно слабы. Как правило, эти механизмы направлены на установление зависимости между уставным капиталом и стоимостью чистых активов. В этой связи основное внимание следует сосредоточить на порядке внесения вклада в уставный капитал, и постепенно повышать требования к вкладам. Например, в законе можно предусмотреть, что взнос в уставный капитал должен быть осуществлен таким образом, чтобы руководство компании имело возможность им свободно распоряжаться. Кроме того, необходимо ужесточить требования к независимому оценщику, осуществляющему оценку неденежного вклада.

(112)

Вместе с тем, целесообразно рассмотреть вопрос об основаниях ликвидации компаний. Компании должны прекращать свою деятельность в результате банкротства или путем добровольной ликвидации, а не через принудительную ликвидацию в случае отсутствия уставного капитала. Вполне возможно существование компаний, не имеющих уставного капитала, но обладающей хорошей ликвидностью и осуществляющей хозяйственную деятельность. Положения об обязательной ликвидации компании (при условии соблюдения упомянутых выше соображений) по причине отсутствия уставного капитала должны быть отменены, а возможности приобретения компаниями собственных акций расширены. Все эти меры способствуют возврату капитала инвесторам.

6.3.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ПРИ СОЗДАНИИ КОМПАНИЙ

Для того, чтобы вновь созданное юридическое лицо могло осуществлять предпринимательскую деятельность, по закону оно должно быть зарегистрировано в установленном законодательством РФ порядке.

Для обществ с ограниченной ответственностью, в отличие от акционерных обществ, закон предусматривает недолгий и упрощенный порядок регистрации. До тех пор, пока суды не подтвердят, что регистрация была проведена на незаконном основании, компания сохраняет статус официально зарегистрированной, но может быть ликвидирована¹.

В ходе государственной регистрации вновь создаваемых юридических лиц их учредители должны предоставить в налоговые органы, осуществляющие регистрацию, установленные законом сведения. В частности, должны быть предоставлены решение о создании общества или протокол общего собрания учредителей общества, а также учредительные документы общества: устав – для обществ, учредителем которых является один участник; устав и учредительный договор – для акционерных обществ. Необходимо также предоставить документ, подтверждающий оплату государственной пошлины, и, для иностранного учредителя, – выписку из торгового реестра; исчерпывающий перечень документов приводится в действующих законодательных актах².

(113)

Для осуществления государственной регистрации подается заявление от имени юридического лица. В заявлении подтверждается, что предоставленные учредительные документы соответствуют действующему законодательству РФ. Выступать в качестве заявителей от имени юридического лица вправе: генеральный директор регистрируемого юридического лица или иное лицо, имеющее право действовать без доверенности, учредитель (учредители) юридического лица при его создании, руководитель юридического лица, выступающего учредителем регистрируемой компании, и иные уполномоченные лица.

1 См.: Решение Федерального арбитражного суда Волго-Вятского округа № А43-5138/98-11-189 от 11 марта 1999 г.; решение Федерального арбитражного суда Московской области № КА-А40/389-00 от 21 февраля 2000 г.; решение Федерального арбитражного суда Дальневосточного округа № Ф03-А59/02-2/2464 от 4 декабря 2002 г.; решение Федерального арбитражного суда Московской области № КГ-А40/56-03 от 6 февраля 2003 г.; решение Федерального арбитражного суда Московской области № А62-5108/2003 от 9 сентября 2004 г.

2 Ст. 12 и п. 4 ст. 9 Федерального закона № 129 «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 8 августа 2001 г.

Принимая во внимание, что акционерное общество в обязательном порядке должно регистрировать выпуск ценных бумаг, АО при создании обязаны раскрыть ряд дополнительных сведений, предусмотренных законодательством о рынке ценных бумаг.

Несмотря на то, что российский закон устанавливает при создании (регистрации) юридических лиц ряд требований по раскрытию информации, которые направлены на защиту интересов кредиторов и инвесторов компании, эти требования являются слабой гарантией того, что сведения, предоставляемые в регистрирующий орган, являются достоверными. Более того, меры ответственности, предусмотренные российским законодательством, недостаточно эффективно обеспечивают надлежащее раскрытие информации юридическими лицами.

(114)

Закон предусматривает ответственность заявителя и (или) самого юридического лица за недостоверность предоставленных сведений, вносимых в единый государственный реестр юридических лиц. Ответственность может быть как административной в виде уплаты штрафа размером 50 МРОТ, так и уголовной (в зависимости от тяжести совершенного деяния).

Более целесообразным было бы использование системы раскрытия информации и принципов оценки ее достоверности по европейскому образцу. Согласно европейскому праву, информация о полномочиях представителя компании должна быть публичной и распространяться на третьих лиц, даже если она ошибочна. Такая система позволит сторонам быстро установить, с кем они имеют дело, т. е. определить полномочия представителей компании и статус (финансовое положение) самой компании. Благодаря этому будет ускорен процесс заключения сделок со стороны кредитора.

Кроме того, следует предписать, как это сделано в европейском законодательстве, указывать соответствующую информацию о предприятии на его фирменных бланках. В соответствии с Гражданским кодексом РФ (ст. 183) в тех случаях, когда отсутствуют

полномочия представлять компанию, лицо, претендующее на такие полномочия, несет личную ответственность. Необходимо прояснить, что такая же ситуация складывается в тех случаях, когда подробная информация о компании указана нечетко или недостоверно¹. Следует также ввести требование, в соответствии с которым для отправки писем и уведомлений используется адрес, приведенный на бланке².

В этом контексте необходимо обратить внимание на предложение, содержащееся в Белой книге Международной финансовой корпорации (МФК) по секьюритизации³. Оно касается необходимости наделения компаний, осуществляющих деятельность в определенных сферах (например, финансовых холдингов), специальной (ограниченной) правоспособностью. Один вариант состоит в том, чтобы не предоставлять обязательный статус договорам компаний, которые только в ограниченном объеме раскрывают сферу и цель деятельности в собственном наименовании, если эти договоры выходят за рамки определенной сферы и целей функционирования. Другой вариант – ввести следующие требования: 1) контрагенты обязаны ознакомиться с уставами; 2) сделки, запрещаемые уставом компании, признаются недействительными. Первый вариант предпочтительнее, поскольку принятие второго варианта противоречило бы мерам по усилению защиты кредиторов.

Значение этих предложений не следует недооценивать, равно как и значение работы, которую необходимо провести для того, чтобы сделать собранную информацию общедоступной, по возможности, в электронной форме. Если указанные меры будут сочтены радикальными, то следует, как минимум, ввести добровольную систему раскрытия информации с тем, чтобы компании могли сами убедиться в достоинствах

(115)

1 См., например, абз. 2 параграфа 164 Германского гражданского уложения (§ 164 Abs. 2 BGB).

2 Например, это допускается по праву Германии.

3 Находится на http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/Content/Securitization_in_Russia; или http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/AttachmentsByTitle/RussiaIntro_Sum/FILE/intro+and+summary.pdf

прозрачности. Возможно, это существенно повысит размер торгового кредита, который они способны получить, и тем самым найти важные источники финансирования.

6.4.

ОБЩИЕ ТРЕБОВАНИЯ К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ О БУХУЧЕТЕ

Очевидно, что замена российских стандартов отчетности на МСФО потребует решения ряда проблем. Следует ориентироваться на постепенный переход. Внедрение МСФО целесообразно начать с участников рынка ценных бумаг, прямых и косвенных¹, как за рубежом, так и в России, включая компании с доходом выше определенного уровня. Результаты аудита и комментарии аудиторов в соответствии с требованиями МСФО должны представляться к рассмотрению на заседаниях советов директоров и общих собраний акционеров, и должны быть общим условием выплаты дивидендов. Надо выяснить, возможно ли посредством таких мер обеспечить выполнение указанных требований крупными закрытыми компаниями, или для этого стоит разрешить третьим лицам требовать от компаний раскрытия отчетов. Если, например, кредиторы могут потребовать такого раскрытия и получить компенсацию понесенных затрат, то конкуренты могут воспользоваться этой возможностью для получения информации, следствием чего станет общее усиление прозрачности.

(116)

С целью отражения динамики базисных активов необходимо требовать подготовки отчетности как по международным, так и по российским стандартам². Надо учитывать при этом, что осуществить полный переход на МСФО в короткие сроки крайне сложно,

1 Многие компании как в России, так и за рубежом выпускают долговые ценные бумаги, используя при этом специальные механизмы, носящие имя компании, которая в конечном итоге и осуществляет данный проект, но во многих случаях принадлежащие сторонам, не имеющим никакого отношения к проекту.

2 См. выступление Ричарда Хейнсуорта (Richard Hainsworth) на Конференции по управлению финансовыми рисками в банковском секторе, Москва, 12 мая 2005 г.

в то время как предоставление двух типов отчетов ненамного удорожает всю отчетность.

Российская практика дает возможность изучить уникальную ситуацию: проблемы, возникающие в диверсифицированной переходной экономике с различными частными интересами. В силу новизны проблем развития российской экономики и учитывая, что в России не существует структур, которые могли бы сформулировать единое мнение по поводу внедрения новых стандартов бухгалтерского учета и отчетности, представляется, что участие России в подготовке стандартов МСФО является преждевременным. Вместе с тем российские топ-менеджеры должны уделять особое внимание вопросам бухучета для того, чтобы понимать, насколько установленные стандарты бухучета и отчетности отвечают потребностям их компании. Участие ответственных лиц в разработке правил и стандартов побудило бы их прийти к общему решению. Разрешению внутрироссийских проблем, которое отвечало бы интересам инвесторов, могло бы способствовать участие России в работе Комитета по интерпретации международных стандартов финансовой отчетности (IFRIC).

(117)

6.5.

ПРАВА НА ПОЛУЧЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ И РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Введение адекватных требований к раскрытию информации сопряжено с рядом проблем. Государственные органы не располагают сегодня возможностями для проведения полного анализа раскрываемой информации. Вместо этого, комиссии по ценным бумагам во всех странах мира опираются на данные, представленные в юридических и аудиторских заключениях, а также заключениях инвестиционных банков, действующих в качестве андеррайтеров. В России работает множество юристов, аудиторов и инвесторов. Привлечение международно признанных экспертов значительно повышает расходы, связанные с выпуском ценных бумаг. В свою очередь, многие российские консультанты не обладают пока необходимым опытом

6.5.

Права на получение информации и раскрытие информации

и знаниями. Кроме того, стандарты ответственности за выпуск проспектов в России и за рубежом заметно отличаются, в результате чего надежность заключений консультантов также будет различной.

Европейская система делегирования полномочий частным структурам, которая является основой применения ответственности за выпуск проспектов, позволяет соответствующим образом реагировать на новые вызовы и требования. Это касается, в частности, новых форм финансирования и взаимодействия с такими областями законодательства, как антимонопольное и процессуальное право, законодательство о защите прав потребителей. Оценка и анализ таких проблем потребует большей квалификации сотрудников регулирующего органа.

(118)

Наибольшие сложности возникают при выработке соответствующих мер контроля, поскольку структуры выпуска ценных бумаг, в частности долговых инструментов, становятся все сложнее. Например, при секьюритизации обязательства по раскрытию информации после эмиссии в значительной степени зависят от характера сделки. Как показывает практика, зачастую при секьюритизации объем раскрываемой информации малоизвестными компаниями играет особо существенную роль. Низкая надежность таких компаний на рынке компенсируется за счет предоставления инвесторам больших прав на информацию.

Диверсификация структуры долговых инструментов обуславливает попытки добровольной стандартизации раскрытия информации. Это очень напоминает ситуацию с договором займа, заключаемым на основе стандартов London Market Association (LMA), и с документацией относительно производных инструментов, оформляемой в рамках International Swaps and Derivatives Association (ISDA). LMA разработала стандартные условия договора займа с целью облегчения синдикации, а ISDA стандартизировала договоры относительно срочных сделок с тем, чтобы ускорить заключение таких сделок и обеспечить надзор над ними¹.

¹ См.: Европейский форум по выпуску ценных бумаг, <http://www.europeansecuritisation.com/>

Одновременно происходит ужесточение требований к компаниям, наглядным примером чего является закон Сарбейнса-Оксли в США.

В Европе быстрое развитие рынков капитала привело к специализации бирж. Выпуск долговых обязательств предпочтителен в Люксембурге, а в области секьюритизации значительный опыт накопила ирландская фондовая биржа. Одним из важных факторов подобной конкуренции является способность соответствующей биржи убедить регулирующий орган страны пребывания в важности осуществления регистрации соответствующим образом. В контексте глобальной конкуренции Россия пока недостаточно конкурентоспособна, но она располагает уже достаточным опытом, чтобы занять собственную нишу. Важность создания в России конкурентоспособной системы раскрытия информации обусловлена следующими факторами:

(119)

1. Выход со своими акциями на мировой рынок потребовал от российских компаний применять соответствующие стандарты раскрытия информации и процедуры эмиссии. Это способствовало значительному повышению прозрачности российского рынка и приблизило отчетность российских эмитентов к международным стандартам.

2. В связи с тем, что российские технические стандарты и стандарты безопасности не соответствуют мировому уровню, возрастает роль поведения потребителей. Например, если эмитент осуществляет продажу своей продукции в одной из стран Европейского Союза, то тем самым он демонстрирует, что его продукция соответствует европейским стандартам. В этом случае информация о поведении европейских потребителей имеет особую важность. С другой стороны, иски потребителей могут помочь вскрыть проблемы соответствия стандартам и требованиям. Требование по раскрытию информации об отношениях с потребителями могло бы, таким образом, улучшить ситуацию в российской экономике в отношении технических стандартов и стандартов безопасности.

Права на получение информации. На практике возможности акционеров на получение информации

на основе корпоративного права ограничены, поскольку отсутствует эффективный механизм применения санкций в случае непредоставления информации. В настоящее время акционеры, владеющие менее чем 25% голосов¹, не могут требовать предоставления им наиболее существенной информации о компании (например, финансовой отчетности). Можно полагать также, что право на получение информации, которое предоставлено членам совета директоров и недавно косвенным образом включенное в Закон об АО, благодаря существующей возможности добиваться признания недействительными решений совета директоров², окажется неэффективным. Хотя закон³ позволяет акционерам предусмотреть в корпоративных документах право на получение информации, остается неясным, как будет разрешаться потенциальное противоречие между раскрытием информации согласно корпоративным документам и требованиями в отношении раскрытия информации, установленными законодательством о рынке ценных бумаг⁴. В этой связи маловероятно, что многие компании будут пользоваться данным механизмом. Например, многим открытым акционерным обществам интересны только те требования в отношении раскрытия информации, которые установлены ФСФР, независимо от того, что требует законодательство об акционерных обществах⁵.

(120)

С учетом размера штрафов, установленных за несоблюдение соответствующих требований, меры регулирующих органов вряд ли будут высокоэффективными. Так, действующее законодательство предусматривает ответственность за нарушение порядка раскрытия информации в форме админист-

1 Ст. 91 Закона об АО.

2 П. 5 ст. 68 Закона об АО.

3 См. последний абзац п. 1 ст. 89 Закона об АО.

4 Например, в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг необходимо направлять информацию всем акционерам за счет компании одновременно и на равных условиях, в то время как закон об акционерных обществах возлагает расходы, связанные с выполнением требования о предоставлении информации, на того акционера, который информацию запрашивает.

5 См. последний абзац п. 1 ст. 89 Закона об АО.

ративного штрафа на должностных лиц в размере от 20 до 30 МРОТ, а на юридических лиц – от 300 до 400 МРОТ. За злостное уклонение от предоставления информации, содержащей данные об эмитенте, о его финансово-хозяйственной деятельности и ценных бумагах, сделках и иных операциях с ценными бумагами, о лицах, обязанных обеспечить предоставление указанной информации инвестору или контролирующему органу, либо предоставление заведомо неполной или ложной информации, если эти деяния причинили значительный ущерб гражданам, организациям или государству, российское уголовное законодательство предполагает либо наложение штрафа в размере от 500 до 700 МРОТ или в размере заработной платы или иного дохода осужденного за период от пяти до семи месяцев, либо обязательные работы на срок от 180 до 240 часов, либо исправительные работы на срок от одного года до двух лет. Очевидно, что данные меры ответственности являются либеральными, размер таких штрафов крайне невелик, и поэтому на практике эмитенты далеко не всегда добросовестно выполняют установленные законодательством требования по раскрытию информации. Это объясняется рядом причин. В частности, многие эмитенты не раскрывают наиболее важную информацию о своей деятельности с целью защиты от конкурентов. (121)

6.6.

ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ ПО ОБЕСПЕЧЕНИЮ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ

Один регулирующий орган не располагает достаточными ресурсами для выработки требований по раскрытию информации, которые отвечали бы потребностям рынка капиталов. Практика раскрытия информации существует для уведомления участников рынка ценных бумаг о том, что для них является подходящим и должно отвечать их требованиям. Усилия российских регулирующих органов по разработке стандартов и форм раскрытия информации вполне понятны и во многом соответствуют положениям европейской Директивы о проспектах

6.6.

Возможные меры по обеспечению раскрытия информации

эмиссии. Однако их непризнание инвесторами лучше всего иллюстрирует тот факт, что имеется множество проспектов, которые никто даже не читает. Информация в действительности распространяется посредством так называемых инвестиционных меморандумов. На такой инвестиционный меморандум (аналогичный тем публичным предложениям, которые делаются крупными эмитентами с целью повышения привлекательности размещаемых ими ценных бумаг, в частности, корпоративных облигаций, которые обеспечивают возможности хеджировать связанные с ними валютные риски) не распространяются нормы регулирования. К нему даже не применяются правила в отношении рекламы, принудительное соблюдение которых на рынке микрокредитов обеспечивает антимонопольный орган. Логично предположить, что необходимо дополнительное раскрытие информации. Однако оно не является обязательным, равно как и не подпадает под санкции за предоставление неверной информации.

(122)

Так как практика применения уголовного законодательства в части нераскрытия информации в значительной мере не апробирована и существуют сомнения насчет соответствия применения уголовного законодательства, может быть предпринят следующий комплекс мер по обеспечению раскрытия информации, в большей мере ориентированных на гражданское право:

1. Инвесторы уделяют недостаточно внимания раскрытию информации, которая является обязательной в соответствии с законодательством о ценных бумагах, и сосредотачиваются на инвестиционных меморандумах, не регулируемых законодательно. Учитывая это, было бы полезно в духе положений европейского права потребовать обязательного раскрытия широкой публике информации, содержащейся в инвестиционных меморандумах, и их регистрации в ФСФР или саморегулируемой организации, осуществляющей функции регулятора. Таким образом, должно быть законодательно закреплено правило, что вся информация, на основании которой инвесторы принимают решения о приобретении ценных бумаг (включая информацию в инвестиционном меморандуме), подлежит регистрации

в соответствующем органе/организации, осуществляющем/осуществляющей функции регулятора.

2. Лицо, которое имеет договорные отношения с эмитентом и подписывающее инвестиционный меморандум, должно нести персональную ответственность за точность представленной информации, и на него должен накладываться штраф в случае, если инвестиционный меморандум не будет зарегистрирован. Это позволит ввести ответственность за раскрытие информации, аналогичную нормам европейского права.

3. Предоставление компаниям возможности одновременной регистрации проспектов в Европе и в России позволит российскому госрегулятору своевременно получать информацию об условиях размещения ценных бумаг компаниями, которые, по сути, являются российскими эмитентами (наглядный пример – сеть супермаркетов «Пятерочка»), или специальные проектные компании, созданные для размещения ценных бумаг. Прежде всего это коснется требований о дополнительном раскрытии информации в России. Такая регистрация должна быть недорогой, и английский язык, возможно, должен быть единственным языком, используемым в документации и при регистрации.

(123)

4. Постепенное распространение в России европейских принципов ответственности за информацию, содержащуюся в проспекте эмиссии, представляется более реалистичным, чем попытка установления ответственности¹ в рамках законодательства о рынке ценных бумаг. Такой подход даст возможность ФСФР накопить опыт на основе каждого отдельного случая раскрытия информации в том или ином проспекте эмиссии.

5. Выполнение требований по раскрытию информации, содержащихся во внутренних корпоративных документах, стало бы более эффективным, если

¹ Наиболее очевидной мерой в этой связи было бы предусмотреть ответственность, аналогичную той, которая налагается на аудиторов в случаях, когда проверенная аудиторами отчетность становится публично доступной. Что касается других вопросов, то здесь необходимое введение изменений требует более детального анализа.

бы профессиональная организация (например, саморегулируемая организация) имела полномочия определять, должна ли раскрываться та или иная информация (например, по требованию миноритарного акционера), и следила за качеством раскрываемой информации. В частности, в уставе компании может быть закреплено следующее положение. В случае возникновения спора между компанией и ее акционером, когда акционер требует раскрытия той или иной информации, а компания отказывается в этом, скажем, из соображений защиты информации от конкурентов, спор передается на рассмотрение соответствующей профессиональной организации, которая определяет необходимость предоставления акционеру запрашиваемой им информации. В случае принятия положительного решения компанию обязывают раскрыть информацию. Подобные профессиональные организации должны находиться под надзором государственных органов, и их деятельность должна лицензироваться. Поначалу компаниям эти предложения могут показаться чрезмерными, но со временем объективные советы благодаря их важности и ценности будут восприняты.

(124)

6. Компаниям можно предложить установить фиксированный штраф за неправомерное разглашение информации членами совета директоров, директорами и сотрудниками и особо предусмотреть это в трудовом законодательстве. Здесь возникнут трудности при определении ущерба, который может быть нанесен в результате раскрытия информации. Наличие такого ущерба чрезвычайно трудно доказать, и потому зачастую несанкционированное раскрытие информации остается безнаказанным.

7. Эффективным способом повышения качества раскрытия информации может стать наделение фондовых бирж полномочиями осуществлять контроль над раскрываемой информацией в установленных регулирующим органом рамках. Планируемое прекращение ограничений, предусмотренных валютным законодательством, является угрозой для российских бирж, поскольку им придется конкурировать со

специализированными западными биржами, обладающими большим опытом. Необходимо расширить функции российских фондовых бирж, что позволит им успешно конкурировать с западными биржами. Требования к раскрытию информации могут быть разработаны в соответствии с уровнем знаний инвесторов. Для этого необходимо разработать и ввести понятие «квалифицированного инвестора». Квалифицированным инвестором следует считать лицо, обладающее определенными знаниями и опытом, позволяющим адекватно оценивать риски операций с ценными бумагами, размещаемых на бирже. К числу таких инвесторов могут относиться брокерские компании, инвесторы по их собственному заявлению и при предоставлении доказательств необходимой квалификации. При размещении ценных бумаг на бирже среди квалифицированных инвесторов должен быть установлен специальный порядок и сокращенные требования к раскрытию информации (например, освобождение от регистрации проспекта эмиссии ценных бумаг), которые не будут распространяться на непрофессиональных инвесторов. Функции контроля за предоставлением требуемой информации и ее непосредственным раскрытием квалифицированным инвесторам могли бы быть переданы фондовым биржам, осуществляющим размещение ценных бумаг среди таких инвесторов. (125)

6.7. СДЕЛКИ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ

Дискуссия по вопросу инсайдерских сделок ведется в России довольно долго¹. Это связано, в частности, с тем, что международные инвесторы, прежде чем выходить на российский рынок, требовали ввести правила обращения с инсайдерской информацией. Вопрос

¹ Проект закона об инсайдерской информации и манипулировании рынком от ноября 2000 г. отклонен российским парламентом в 2004 г.; в настоящее время для рассмотрения в российском парламенте готовится следующий проект закона об инсайдерской информации и манипулировании финансовым рынком.

о необходимости введения законодательства об инсайдерской информации достаточно сложен¹. Во-первых, необходимо, чтобы требования о раскрытии информации действительно исполнялись на практике, а информация раскрывалась постоянно, до введения санкций за ее незаконное использование. Во-вторых, в некоторых государственных компаниях сложилась практика организации утечки закрытой информации с целью проверки общественной реакции. Эффект, производимый данной практикой, усиливается тем фактом, что некоторые государственные компании, видимо, отказались от контроля за соблюдением обязательств конфиденциальности, включенных в трудовые договоры, и работники низших звеньев преследуют свои личные интересы, контактируя с журналистами. Такая практика сама по себе должна быть осуждена, но сомнительно, что этот вопрос может быть решен с помощью законодательства о рынке ценных бумаг. ФСФР может столкнуться с серьезными проблемами и даже сопротивлением в случае проверки крупных государственных компаний. В-третьих, действующие нормы о разглашении информации и запрете на разглашение малоэффективны. В то время как иностранные участники рынка соблюдают нормы, сложившиеся в международной практике, некоторые российские компании работают по своим собственным стандартам. Применение единых требований и стандартов должно стать приоритетом при осуществлении рыночных операций.

(126)

Необходимо учитывать, что принятие законодательства об инсайдерской информации может отрицательно сказаться на функциях организаторов торговли (market-maker), обеспечивающих ликвидность на фондовом рынке специфических акций эмитентов, с которыми они связаны. Институт маркет-мейкеров важен для рынка России, прежде всего, для российских малоликвидных акций. Маркет-мейкер обычно связан особыми отношениями с эмитентом, но не имеет с ним

1 См. также: Макс Гутброд. Об использовании внутренней информации при заключении сделок на рынке ценных бумаг // Вестник НАУФОР. Июнь 2004 г.

конкретной договоренности. На первый взгляд, активность маркет-мейкера сходна с манипуляциями на рынке ценных бумаг и использованием инсайдерской информации, полученной на основании «добрых» отношений с эмитентом. Учитывая важную роль организаторов торговли в дальнейшем развитии рынка, было бы целесообразно сосредоточить усилия не на выработке закона о сделках с использованием инсайдерской информации, а на разработке надежной системы раскрытия информации. Речь могла бы идти о введении следующих мер:

- общая оценка соответствия требованиям к раскрытию информации компаний, чьи ценные бумаги включены в листинг;
- существенное повышение штрафов в случае нарушений, включая блокирование на определенное время возможности включения в листинг новых ценных бумаг не только самим эмитентом, но и компаниями, входящими в группу эмитента;
- позволить и по истечении некоторого времени даже поощрять включение положений о санкциях за раскрытие служебной информации в договоры с сотрудниками и членами советов директоров компаний. Размер санкций не должен превышать определенный коэффициент от вознаграждения сотрудников. Это укрепило бы уверенность в том, что информация не раскрывается, если это не противоречит политике компании. Введение таких правовых инструментов снизит также стремление сотрудников прибегать к неформальным средствам разглашения информации.

(127)

7 ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ (ООО)

(128)

Такая корпоративная форма как ООО более всего подходит для небольших компаний. Этот факт необходимо учитывать при разработке законодательных новаций и мер по гармонизации российского законодательства с корпоративным правом стран ЕС.

7.1.

ЗАЩИТА ИНТЕРЕСОВ УЧАСТНИКОВ

Основные характеристики. К числу общих характеристик этого типа обществ относится образование, прежде всего, для ограничения ответственности перед кредиторами. Типичным для ООО является объединение отдельных физических лиц, желающих заниматься предпринимательской деятельностью в рамках независимого общества или общества как части группы компаний. Это стало типичной чертой организации бизнеса в современной экономике. Примером может служить создание дочернего предприятия в России в рамках группы компаний, осуществляющих международную деятельность, или создание дочерних компаний в регионах, что, в случае необходимости, позволяет генеральному

директору вести переговоры непосредственно с региональными органами власти.

ООО можно рассматривать как наиболее удобную форму компании для осуществления сделок на фондовом рынке. В России при секьюритизации и в ряде других случаев предпринимались попытки проводить сделки через инвестиционные фонды¹. Однако существует целый ряд соображений против такой практики. С одной стороны, использование инвестиционных фондов рискованно по причине злоупотреблений в сфере налогообложения или уклонения от исполнения других обязательств. С другой стороны, внедрение в практику еще одной сравнительно сложной организационно-правовой формы может потребовать длительного времени. Российским финансовым учреждениям должен быть предложен более простой организационно-правовой механизм (такой как ООО) для того, чтобы предотвратить использование легких в управлении организационно-правовых механизмов офшорных юрисдикций. Использование офшорных механизмов ведет не только к снижению доходов местных провайдеров услуг, но и значительно затрудняет надзор со стороны государственного регулятора. Необходимо подчеркнуть, что конкуренция между национальными юрисдикциями в Европе основана на том, что регулирующие органы во всех европейских странах имеют сходные полномочия, а также обмениваются информацией. Гармонизация российского и европейского законодательства позволила бы заметно продвинуться по пути сотрудничества регулирующих органов.

(129)

Защита прав и интересов заинтересованных лиц.
К числу заинтересованных лиц, которым должна быть обеспечена надлежащая защита, относятся:

1. Участники общества с ограниченной ответственностью. Защита участников друг от друга не должна являться основной чертой этой организационно-правовой формы, предусмотренной законом. Предпочтительнее,

¹ В России – Федеральный закон об ипотечных ценных бумагах № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. Наиболее уместные примеры вне России – Испания и Франция (см.: Question 7, The International Comparative Legal Guide to Securitization 2005, published by Global Legal Group).

чтобы все участники, вступающие в ООО, защищали себя сами путем внесения соответствующих положений в устав общества.

2. Кредиторы, в том числе государство (как получатель налогов), нуждаются в защите, в первую очередь от владельцев, выводящих активы из общества.

Именно группа заинтересованных лиц, которая стремится вывести активы из компании, должна быть в центре обсуждения корпоративной реформы. Изменения в этом разделе законодательства могли бы касаться следующих участников корпоративных отношений:

- кредиторов, имеющих, в частности, договорные обязательства с компанией, а также банки и инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги компаний;
- сотрудников компании, которые наряду с кредиторами заслуживают особого упоминания. Работники зависят от компаний: они регулярно получают зарплату, за ними закреплены рабочие места. Во многих странах существуют и более длительные отношения, особенно в рамках пенсионных обязательств;
- среди типичных и важных кредитных обязательств имеются также налоговые обязательства. Качество их исполнения должно быть улучшено, сокращены возможности уклонения от уплаты налогов.

ООО – *небольшая частная компания*. С внесением в законодательство некоторых изменений ООО как организационно-правовая форма могло бы более адекватно отвечать интересам заинтересованных сторон.

В отличие от континентальных систем¹, в России нет разницы между публичными и частными компаниями, и все акционерные общества находятся под контролем ФСФР. Учитывая это, было бы целесообразно предусмотреть в законодательстве относительно не обремененную обязательствами корпоративную форму.

Аналогично германской системе, в России участие в ООО является правом, а не материализуется

(130)

¹ Относительно Испании см., например, Lex Mentor 021430. Только государственная эмиссия акций подлежит регистрации в Испанской комиссии по ценным бумагам.

во владении ценными бумагами. В Германии имеется еще одно препятствие на пути передачи и продажи долей участия – подобная передача должна быть нотариально заверена, что дорого и обременительно. Введение такого требования необязательно для предотвращения несанкционированной передачи долей, поскольку трудность в оценке подлинности участия в ООО вполне достаточна, чтобы отпугнуть инвесторов¹. Очевидно, что запрет на выпуск долевых ценных бумаг ООО следует сохранить.

В ряде стран вследствие индивидуального характера участия в ООО участникам не разрешено выпускать долговые ценные бумаги². В России их выпуск всегда был возможен и широко используется на практике. Следует не только продолжать, но и расширять эту практику, чтобы в будущем ООО могли выпускать долговые ценные бумаги, которые могли бы котиrowаться одновременно в России и за рубежом. В целом акцент должен сместиться: в большей степени следует контролировать не компанию, а выпуск ценных бумаг и раскрытие информации о таких эмиссиях. В таком случае организационно-правовая форма уже не будет играть столь заметной роли. Однако важно отметить, что, вследствие изъятия из законодательства всех элементов защиты участников, ООО приобретут большую гибкость, необходимую для более сложных структур.

Защита участников – изъятие элементов из законодательства. Российский закон содержит намного больше предписаний, чем необходимо для регистрации общества и последующего осуществления

(131)

1 Хотя, практически, этот факт не очень известен, частое упоминание имен акционеров, а также уведомление компании об участии не дают никаких правовых оснований для его установления. Передача долей участия зависит исключительно от продавца, являющегося участником, имеющим право на продажу. Вследствие длинной процедуры, направленной на то, чтобы избежать соблюдения преимущественных прав покупки другими участниками, что использовалось в прошлом, имеется большое число компаний, в которых трудно установить количество участников.

2 Относительно Испании см., например, Lex Mentor 040015: «Именно в Испании АО могут быть небольшими, иметь маленький капитал и в целом не подпадать под законодательство о ценных бумагах, и такие структуры используются как целевые компании (SPV) в целях секьюритизации».

его деятельности в форме ООО. Например, нет серьезных оснований вводить для ООО излишне детализированные требования к голосованию. Сейчас при принятии решений об увеличении или уменьшении уставного капитала общества необходимо 2/3 голосов его участников. Соответственно, некоторые положения Закона об ООО можно было бы сократить

Ограничения на выпуск облигаций. Основное правило заключается в том, что общество с ограниченной ответственностью вправе выпускать облигации не ранее третьего года своего существования на сумму, не превышающую величину его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами после полной оплаты уставного капитала¹. Облигации могут выпускаться только в российских рублях.

(132)

Право выхода. Дискуссии относительно права выхода участников из общества с ограниченной ответственностью велись во многих странах. Однако в других странах, в отличие от России², это право не носит обязательного характера. Общая тенденция заключается в предоставлении права выхода в случаях, когда участник либо не способен продать свою долю, либо не имеет постоянного существенного дохода от компании, и участие в обществе не играет для него значительной роли³.

Как показывает практика, правила, применяемые при продаже акций закрытого акционерного общества, не предоставляют надлежащей защиты акционерам компании. Право участников общества с ограниченной ответственностью на выход также не является инструментом защиты их интересов. Принимая во внимание, что основная цель ООО заключается в создании довольно простой в управлении компании, нет необходимости в обязательном закреплении права выхода участников из общества. Наличие данного права

¹ Ст. 31 Закона об ООО.

² Как это предусмотрено в ст. 26 Закона об ООО.

³ Например, в Италии недавно введено право выхода в случае невозможности продажи долей.

затрудняет использование обществ с ограниченной ответственностью для совместных предприятий. Целесообразно предоставить участникам общества с ограниченной ответственностью возможность самостоятельно определять в своих учредительных документах случаи, при которых участник общества имеет право на выход, а также порядок осуществления данного права.

Воздействие кредиторов на деятельность компании. В уставах компаний может быть предусмотрено право вето кредиторов или их представителей на принятие определенных корпоративных решений. Эта мера в целом укрепит права кредиторов. В результате ответственность, вытекающая из принятых решений, может быть разделена между участниками компании и соответствующими кредиторами при субсидиарной ответственности кредиторов. Такие правила необходимо ввести.

(133)

Право на исключение участника из общества. Обычно исключение участника из общества допускается в качестве последней меры в случае крупных разногласий между его участниками. Применение этой процедуры предполагает наличие хорошо подготовленных судей, способных предотвратить попытки насильственного вытеснения участников. Поскольку в настоящее время судебная система в этой сфере работает неудовлетворительно, целесообразно отменить императивное применение данного права об исключении участников и разрешить его применение только в случаях, предусмотренных уставом компании.

7.2.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Защита от произвола менеджеров компании.

Во многих случаях менеджмент компании и состав ее участников не совпадают. Поэтому участник обычно заинтересован в том, чтобы иметь определенный контроль над управляющими компании. Если контроль осуществляется посредством ограничения полномочий менеджмента действовать от имени компании (закрепляется путем заключения договоров между

компаний и управляющим), это может стать существенным препятствием на пути достижения согласия между участниками ООО. Необходимо искать более сбалансированные варианты отношений между участниками и менеджерами, строящиеся на следующих принципах:

1. *Гибкость механизмов*, обеспечивающих представление интересов компании при наличии регистрационной системы, аналогичной европейской.

Российское корпоративное право закрепляет принцип, в соответствии с которым одному физическому лицу предоставляются все полномочия выступать от имени общества, выполняя функции единоличного исполнительного органа¹. Это не соответствует зарубежной практике, и многие западные компании не устраивает то, что они вынуждены полагаться на решения одного человека. В Германии, например, в крупнейших компаниях, акции которых котируются на бирже, а также в частных компаниях действует «принцип четырех глаз», который предусматривает, что документы от имени компании подписываются двумя членами совета директоров. Подписание документа двумя ответственными лицами соответствует рекомендациям международных организаций в отношении мер по пресечению отмывания денег и мошенничества.

(134)

Проблема защиты от мошенничества в России не менее актуальна, чем в других странах. Для ее решения целесообразно оговорить, что перед принятием на себя обязательств компания должна получить подписи двух и даже более членов правления. Трудности, связанные с требованием в отношении числа подписей, можно свести к минимуму благодаря введению упрощенной системы регистрации и раскрытия информации.

2. *Законность договора*. Большинство российских юристов придерживается мнения, что оговорки о недопущении конкуренции необходимо оценивать критически в свете гарантируемого Конституцией РФ права граждан на свободное участие

¹ Ст. 40 Закона об ООО.

в экономической жизни¹. Этот аргумент неоднозначен с точки зрения конституционной традиции Европы, где принято считать, что конституция предоставляет гражданину права в отношениях с государством, но не затрагивает отношения между гражданами, и тем более между гражданами и компаниями. У участника общества основное беспокойство должна вызывать сравнительная ненадежность менеджеров компании, нанимаемых в соответствии с российским правом. Договоры с менеджерами, предусматривающие более чем двухнедельный срок уведомления компании со стороны менеджера о намерении уволиться, признаются недействительными. Неспособность предоставить надлежащее правовое обеспечение долгосрочных отношений между компанией и руководящим сотрудником (специалистом высшего звена) особенно негативно может сказаться на стремлении России стать крупной технологически развитой страной, поскольку развитие технологий от момента возникновения идеи до выхода на рынок готовой продукции требует определенной стабильности в планировании. Предлагаемое решение следует основывать на инструментах, действующих в континентальной Европе. Большой успех высокотехнологичных компаний в США служит доказательством того, что в краткосрочной перспективе возможно добиться положительных результатов в обеспечении надежности отношений работника и работодателя на основе трудового законодательства. Однако введение механизмов, обеспечивающих исполнение соглашений о конфиденциальности, наличие оговорок о запрете конкуренции, широко используемые программы опционов свидетельствуют о том, что инструменты, сдерживающие стремление работников переходить к конкурентам, существуют и в США. В России следует разрешить использование оговорок о запрете конкуренции, если работодатель обязуется выплачивать работнику компенсацию в течение срока действия оговорки, в соответствии с правилами.

(135)

¹ Ст. 34 Конституции РФ.

В континентальной Европе существует набор инструментов, препятствующих быстрому переходу топ-менеджеров к конкурентам, включая:

- строгое соблюдение положений о конфиденциальности;
- право предыдущего работодателя требовать возмещения убытков в случае нарушения бывшим работником обязательств о конфиденциальности информации;
- возможность предусмотреть в договоре с работником оговорку о недопущении конкуренции;
- длительные сроки для уведомления об увольнении;
- широкое использование программ опционов.

(136)

В этой связи для России было бы полезно введение правил, в соответствии с которыми трудовой договор, заключаемый между работником (специалистом или менеджером) и компанией, может содержать требования о неразглашении работником информации (оговорка о конфиденциальности), полученной в ходе работы в компании (например, о новых технологических разработках) и компенсируемом компанией запрете работы на конкурентов компании в течение определенного срока после увольнения этого работника из компании¹. Обязательство компании выплачивать работнику соответствующую компенсацию в течение оговоренного срока будет подкрепляться следующими факторами:

- если и менеджер, и компания действительно хотят договориться о применении такого положения, они будут заинтересованы в выплате легальной зарплаты и социальных платежей с тем, чтобы снизить вероятность признания судом такого положения неприменимым;
- в течение срока действия этого положения менеджер заинтересован в том, чтобы не допустить банкротства компании и не потерять получаемое вознаграждение;
- до окончания срока действия трудового договора менеджер будет сохранять лояльность компании,

¹ Такие правила и необходимость выплаты компенсации работнику играют существенную роль в праве Германии.

поскольку будет знать, что может начать сотрудничать с конкурентами его компании только по истечении оговоренного срока;

- в отдельных случаях участники время от времени прибегают к неформальным мерам, чтобы поведение бывшего менеджера соответствовало их представлениям об адекватности его отношений с компанией.

При наличии формальных инструментов стремление прибегать к незаконным средствам уменьшится.

7.3.

Защита от вывода активов путем заключения сделок с заинтересованностью

(137)

Защита от мошеннических сделок с участием заинтересованных сторон – одна из ключевых проблем для российских обществ с ограниченной ответственностью. Акцент на обеспечении прав кредиторов предполагает использование специальных мер защиты от потери активов и/или их стоимости. Вместе с тем, задача борьбы с бюрократией предполагает, что текущие требования относительно процедуры корпоративных одобрений должны быть сведены к минимуму, включая возможности миноритарных акционеров блокировать решения.

Наряду с мерами по раскрытию информации следует обратить внимание на следующие аспекты системы оспаривания сделок:

1. Нынешняя система одобрения сделок с участием заинтересованных лиц в большей мере ориентирована на интересы акционеров, поскольку в случае одобрения сделки незаинтересованными акционерами у кредиторов отсутствуют основания для претензий к тому, что сделка была заключена при игнорировании принципа «вытянутой руки». С другой стороны, маловероятно, что кредитор будет участвовать в одобрении сделок с заинтересованностью. Действующая система не предоставляет кредиторам надлежащего уровня защиты.

2. Нынешняя система одобрения сделок с заинтересованностью и крупных сделок могла бы быть

7.3.

Защита от вывода активов путем заключения сделок
с заинтересованностью

заменена системой, в которой не нужны согласования, но будет предусмотрена возможность аннулировать сделки в случае банкротства компании. Предоставление прав кредиторам только в случае банкротства обусловлено тем, что до его наступления кредиторы не теряют своих прав и могут предъявлять требования к компании. В соответствии с этим предложением, после банкротства кредиторы могут предъявлять требования об аннулировании сделок, но только с оговоркой, что платежи должны поступить на счет обанкротившейся компании.

3. Срок исковой давности по таким сделкам может быть значительно увеличен, например, до пяти лет. Такой срок исковой давности установлен во многих других юрисдикциях.

(138)

4. Сбор документации может быть возложен на ФСФР или независимого аудитора, назначаемого ФСФР. Это позволит защитить компанию от раскрытия конфиденциальной информации.

5. Даже если имеется более подробная документация о сделках с участием заинтересованных лиц, при предъявлении требований могут возникнуть трудности в случае участия в сделках офшорной компании. Для того, чтобы руководители следовали правилам, необходимо предусмотреть их личную ответственность в случае совершения ими сделок с заинтересованностью. Если руководитель не представил отчет по сделке в соответствии с требованиями к документации, такая сделка должна быть предметом его личной ответственности. Размер санкций может быть зафиксирован в конкретной сумме, или исчисляться на основании общего оборота по сделке, или зависеть от других показателей компании или сделки.

6. Для того, чтобы избежать принудительного банкротства или процедуры ликвидации, можно разрешить кредиторам отказаться от права требовать банкротства. Как свидетельствует не только Белая книга МФК по секьюритизации¹, но и национальные обзоры

¹ См. http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/Content/Securitization_in_Russia или [http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/AttachmentsByTitle/RussiaIntro_Sum/\\$FILE/intro+and+summary.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/AttachmentsByTitle/RussiaIntro_Sum/$FILE/intro+and+summary.pdf)

по выпуску ценных бумаг¹, это считается самым важным элементом защиты незабываемости согласованных сторонами процедур в случае провала сделки. Обычно детали такой сделки очень сложны, и органы, рассматривающие вопросы банкротства, могут действовать неадекватно. Учитывая это, имеет смысл позволить кредиторам принимать необходимые с их точки зрения меры.

(139)

¹ См.: Question 6.1, The International Comparative Legal Guide to Securitization 2005, published by Global Legal Group.

8 ЗАКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ЗАО)

(140)

Закрытое акционерное общество, как организационно-правовая форма, в наибольшей степени подходит для среднего бизнеса.

8.1.

ЗАЩИТА ИНТЕРЕСОВ АКЦИОНЕРОВ

Для венчурных инвесторов представляет интерес компания, в которой финансовый инвестор имеет определенную долю, мажоритарную или миноритарную. Акционерами подобной компании совместно с венчурным инвестором являются менеджмент или учредители компании. Впоследствии они могут получить дополнительное право участия, потенциально – через опционы акций или через опционы по покупке контрольного пакета. В этом случае можно говорить о серьезной заинтересованности акционеров и менеджмента в защите капитала и предотвращении банкротства компании.

Для удовлетворения интересов акционеров целесообразно изменить правила, применяемые в отношении закрытых акционерных обществ. В данном случае права акционеров в отношении компании

должны закрепляться посредством владения акциями (по сравнению с долями участия), являющимися ценными бумагами и представляющими более надежную основу для закрепления прав собственности.

К законодательным мерам по улучшению деятельности закрытых акционерных обществ следует отнести:

- усиление, по сравнению с ООО, защиты от заключения сделок с заинтересованностью, поскольку необходимо защищать текущие интересы акционеров с целью избежать потери активов компании;
- снижение до минимума контроля со стороны ФСФР. В частности, это относится к случаям, когда имеются ограничения на продажу акций, например, при наличии преимущественного права покупки, что делает невозможной продажу акций на открытом рынке. Более того, если в целом будут усилены ответственность и обязательства за раскрытие информации, отпадет необходимость в контроле над ЗАО. Это позволит также отменить довольно спорный лимит в 50 акционеров, свыше которого ЗАО должны быть реорганизованы;
- необходимость введения специальных правил по обнаружению и выявлению фактов и случаев нарушения правил защиты, применяемых к заинтересованным лицам. Это позволит выявить причины неплатежеспособности и убыточности компании посредством дополнительного аудита (одна из характерных черт германского права);
- пересмотр правил, касающихся создания компании, включая подготовку ее учредительных документов, с целью обеспечения надежной защиты интересов венчурных инвесторов.

Долгое время вызывала сомнения действительность договора между акционерами по российскому законодательству. В частности, первоначально предметом спора являлся вопрос о том, представляют ли собой договоры между акционерами противозаконные попытки ограничения прав акционеров. По ст. 10 Гражданского кодекса, это вступает в противоречие с общим запретом на ограничение прав. Впоследствии предметом спора стал вопрос о сложности выполнения

(141)

предписаний, касающихся голосования и недопустимости выбора юрисдикции для решения споров об учреждении общества¹. В реальности, проблема заключается в том, что договоры между акционерами, широко используемые при работе с венчурным капиталом, в судебной практике пока не стали стандартным явлением. В их толковании имеется ряд сомнительных моментов. По этой же причине возникла тенденция к заключению акционерных договоров по зарубежному законодательству, в частности английскому, что имеет очевидные последствия для стоимости сделок. Чтобы укрепить возможность внедрения венчурного капитала в корпоративные структуры России, целесообразно использовать механизмы, которые отличаются от стандартных механизмов и правил, предусмотренных для небольших акционерных обществ. Небольшим АО целесообразно разрешить включать в уставы правила, определяющие процедуру голосования по тем или иным вопросам и порядок продажи акций компании. Такие положения технически могли бы рассматриваться как соглашения между акционерами или даже как соглашения между третьими лицами. На этом основании они не подпадали бы под действие положений устава. Это позволило бы обеспечить четкое регулирование различных видов продажи акций: одновременную продажу всех пакетов акций (drag-along), продажу акций на тех же условиях, что и для крупных акционеров (tag-along); положения об обязательной продаже пакета акций по цене, предложенной акционеру, отказавшемуся продать свой пакет (shotgun).

(142)

Действующие правила об увеличении капитала осложняют возможность предоставления опционов руководству компании и/или планирование частного размещения капитала. Необходимо снять эти ограничения, чтобы инвесторы венчурного капитала не выбирали юрисдикцию для регистрации компании на основе того, что законы, действующие в данной юрисдикции, подходят для структурирования сделок. Возможность структурирования фондовых опционов является ключевым моментом успешного

¹ Ст. 1202 ГК РФ.

инвестирования в компании. В особенности это касается американских инвесторов.

Инвесторы не должны сталкиваться с препятствиями при предоставлении менеджерам компании возможности становиться ее акционерами. Вместе с тем, необходимо предусмотреть меры, позволяющие исключать таких лиц или других акционеров из состава акционеров. Соответствующие положения должны быть четко прописаны в уставе компании. Это даст возможность предвидеть случаи, предполагающие исключение из состава акционеров.

9 ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО (ОАО)

(144)

Деятельность открытых акционерных обществ охватывает довольно широкий круг законодательных проблем. В настоящем докладе рассматриваются только аспекты, связанные с корпоративным правом. Полная оценка законодательства о ценных бумагах и практики, в том числе вопросы, касающиеся взаимного признания участников рынка ценных бумаг и перспектив развития валютных рынков, выходят за рамки корпоративной тематики.

9.1.

ОСНОВА КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА – ЗАЩИЩЕННЫЕ ГРУППЫ

Как и в других странах, в России существует потребность в корпоративной форме, которая была бы приемлемой для портфельных инвесторов. Это предполагает высокую степень унификации регулирующих и надзорных норм. В этом случае работа на фондовом рынке не только станет более прогнозируемой, но и будет основываться на унифицированных законах. Именно такими законами могли бы руководствоваться компании, которые хотят привлечь капитал и в этой связи заинтересованы в получении финансирования за счет продажи своих акций.

Обычно инвестор приобретает акции, не уделяя внимания подробному изучению законодательства в области корпоративного управления, поскольку ожидает, что оно представляет собой стандартный набор правил.

Особое внимание следует уделить достижению баланса интересов миноритарных и мажоритарных акционеров. Как правило, в отношении миноритарных акционеров ограничивается право голоса и право на дивиденды. В России не существует общей защиты от корпоративного шантажа. Другими словами, даже если очевидно, что блокируют определенные решения с целью заставить мажоритарного акционера согласиться с изменением их решения, у него нет средств правовой защиты. В частности, он не может опираться на практику применения положений о причинении ущерба по Гражданскому кодексу, как в Германии. Это усугубляется тем фактом, что в России, как и в большинстве других стран, разглашение коммерческой информации, являющейся собственностью работодателя, квалифицируется как уголовное деяние. Однако соответствующие положения российского уголовного права¹ известны недостаточно широко, и практика их постоянного применения отсутствует. В этой связи некорректное понимание пост-контрактных обязательств позволяет бывшим сотрудникам осуществлять противозаконные действия. Регулирования порядка платежей миноритарным акционерам также не существует. Хотя в случаях, когда выплаты сочетаются с покупкой соответствующих акций, они возможны без ограничений. Как следствие, чем больше становится объем прав акционеров, тем выше опасность появления так называемого корпоративного шантажа. Важно, что права акционеров должны стать предметом более пристального контроля в целях недопущения злоупотребления ими. Акцент должен быть сделан на сужении временных рамок в отношении процедур, связанных с миноритарными акционерами.

При значительном числе компаний, имеющих правовую форму ОАО, успешно функционирующих

(145)

¹ Ст. 183 Уголовного кодекса РФ.

на внутреннем и глобальном рынках, нецелесообразно кардинально менять процедуры, предусмотренные законодательно. Важно после тщательного анализа наладить взаимосвязь между различными органами внутри компании и вне ее для совершенствования стандартов корпоративного управления и их прозрачности.

9.2.

ПРАВО НА ДИВИДЕНДЫ

Одно из предложений экспертов касалось сокращения прав миноритарных акционеров на участие в управлении компании. При этом предлагалось, чтобы любой акционер имел право на дивиденды в размере, соответствующем его доле в акционерном капитале компании, независимо от наличия или отсутствия права голоса. В этом случае компания была бы обязана выплатить дивиденды, если только 75% акционеров компании не проголосовали против их выплаты.

(146)

Говоря о праве на дивиденды, следует заметить, что дивиденды зависят от размера прибыли, а прибыль – от принципов бухучета. Отчетность по российским стандартам не дает достаточно реальной картины, отчетность по МСФО пока не очень привычна и понятна, поэтому увязывать права на дивиденды с отчетностью весьма рискованно. Кроме того, не существует специального регулирования в сфере бухгалтерского учета и выплат дивидендов для холдингов. Учитывая это, прибыль, не участвующая в свободном распределении, могла бы быть сосредоточена в дочерних компаниях. В результате права на распределение дивидендов не приносят акционерам реальной выгоды.

9.3.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Защита от вывода активов. В целях раскрытия информации и защиты от вывода активов для ОАО необходимо применение тех же мер, что и в отношении ЗАО и ООО. Но при раскрытии информации о сделках,

заключаемых ОАО, должны быть установлены более жесткие требования к раскрытию информации относительно обоснованности ценообразования и лиц, входящих в одну группу с ОАО.

В отношении ОАО необходимо повысить уровень детализации раскрываемой информации. В частности, по сравнению с ООО и ЗАО, к ОАО должны предъявляться более жесткие требования по обеспечению доступа миноритарных акционеров к информации о движении активов общества.

Защита капитала. Уменьшение размера уставного капитала должно стать более простой процедурой, позволяющей распределять денежные средства. Необходимо устранить непоследовательность действующей системы, которая выражается, в частности, в следующем:

- согласно ст. 72 Закона об АО, покупка собственных акций возможна по решению совета директоров, если устав компании не предусматривает иное. Совет директоров не вправе принимать решение относительно покупки, если номинальная стоимость акций компании составляет менее 90% уставного капитала;
- право требования кредиторов о первоочередном удовлетворении их исков может привести к тому, что уменьшение уставного капитала экономически невозможно. С другой стороны, неясны обстоятельства реализации кредиторами этих требований в том случае, когда компания может нарушить их права. В частности, у кредиторов нет способов защиты, и они не могут заблокировать возможное слияние.

Таким образом, существующие правила не обеспечивают достаточной защиты для акционеров. Они не позволяют также распределять имеющиеся денежные средства и сдерживают гибкое управление в акционерных обществах. Правила должны в большей степени отвечать задачам деятельности компаний.

Совет директоров. Практика свидетельствует в пользу сохранения системы, при которой совет директоров контролирует деятельность правления. В частности, собственники, которым принадлежат контрольные пакеты акций, уделяют большое внимание

(147)

персональному составу совета директоров. В состав советов входят известные и авторитетные эксперты, обладающие квалификацией в самых различных областях. Разделение ответственности между правлением и советом директоров является полезным, поскольку обеспечивает определенную прозрачность управленческой структуры. Возможно, большая степень прозрачности была бы достигнута с помощью введения общего запрета на избрание членов правления и работников в состав совета директоров, как это сделано в Германии. Представляется, что большинство компаний уже следуют этому стандарту. Соответственно, рекомендации по совершенствованию законодательства могут касаться ряда вопросов.

(148)

Во-первых, процедура кумулятивного голосования при выборах в совет директоров предусматривает независимость членов совета директоров. Речь идет о том, что директора не могут быть легко заменены другими представителями акционеров, кроме тех, которые голосовали за их избрание. Однако процедура кумулятивного голосования отличается от избрания независимого директора. Как правило, критерии, используемые при определении независимости директора, вызывают сомнение с точки зрения обеспечения независимости директоров компании¹. На этом основании предпочтение отдается тем лицам, которые не занимали официальных должностей в компании, связанных, в частности, с раскрытием информации. Мажоритарный собственник может потерять контроль над компанией в том случае,

¹ В соответствии с Условиями листинга (приняты 15 декабря 2004 г.) в составе совета директоров должно быть хотя бы три лица, которые: (а) не являются на момент избрания и в течение одного года, предшествующего их избранию, должностными лицами или работниками эмитента; (б) не являются должностными лицами другого хозяйственного общества, в котором любое из должностных лиц этого общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям; (в) не являются супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц эмитента (управляющей организации эмитента); (г) не являются аффилированными лицами эмитента, за исключением члена совета директоров эмитента; (д) не являются сторонами по обязательствам с эмитентом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров общества; (е) не являются представителями государства.

если с помощью поданных им голосов будет избран действительно независимый директор, а миноритарные акционеры изберут своих представителей.

Во-вторых, число членов совета директоров необязательно должно зависеть от числа акционеров, как это происходит в настоящее время в соответствии с положениями ст. 66 Закона об АО. Не доказан сам факт того, что большее число членов совета повышает эффективность его деятельности. Напротив, если меньшее число членов совета будет принимать активное участие в работе, совет может стать более эффективным. Во всяком случае, нет необходимости в контроле за численностью совета директоров со стороны ФСФР или других государственных органов. Такой контроль может быть возложен на фондовые биржи. Биржи могли бы требовать от компаний наличия определенного числа членов совета директоров в зависимости от количества обращающихся акций (обеспечивая получение инвесторами мест в совете) и поддерживали связь с инвестиционным сообществом.

(149)

Вместо текущего обязательного срока полномочий членов совета директоров, равного одному году, следует разрешить увеличить его до пяти лет в целях обеспечения выработки долгосрочной политики компании и наличия стабильного персонала в совете директоров. Члены совета директоров будут избираться сроком на 5 лет путем кумулятивного голосования. Однако их полномочия могут быть прекращены в любой момент на основании решения общего собрания акционеров. Поскольку останется возможность отозвать полномочия совета, это не приведет к появлению нежелательных препятствий при поглощении, когда кардинально меняются акционеры компании.

В соответствии с рекомендованным ФКЦБ Кодексом корпоративного поведения широкий критерий применяется к статусу независимого директора. Кроме критериев, перечисленных в Условиях листинга, кодекс также предполагает, что независимый член совета директоров: (а) не являлся в течение последних трех лет и не является должностным лицом (управляющим) или работником общества, а также должностным лицом или работником управляющей организации общества; (б) не является аффилированным лицом эмитента или аффилированных с ним лиц, сотрудников; (в) не является крупным контрагентом общества (таким контрагентом, совокупный объем сделок общества с которым в течение года составляет 10 и более процентов балансовой стоимости активов общества).

В настоящее время члены совета директоров имеют право потребовать признать решение совета директоров недействительным, если оно нарушает их права¹. Это положение небылоспорно, так как на его основании можно предположить, что члены совета директоров на самом деле обладают индивидуальными правами. В зарубежных юрисдикциях правила проведения заседаний совета директоров нельзя интерпретировать как основу для предоставления прав отдельным членам совета. В России также неясно, какие из положений, касающихся совета директоров, в действительности предоставляют права отдельным членам совета и какие из них являются, скорее, общими процедурными правилами. Например, ситуация, когда одному из членов совета не направляется информация, необходимая для принятия решения, может рассматриваться как нарушение прав других членов совета на проведение надлежащим образом подготовленных обсуждений.

(150)

Наконец, представляется маловероятным, чтобы члены совета директоров могли начать судебный процесс против компании и при этом поддерживать с ней конструктивный диалог. В этой связи следует рассмотреть вопрос о том, должны ли решения, принимаемые советом директоров, считаться недействительными в случае нарушения процедур голосования. В частности, речь идет о случаях, когда членам совета не предоставлена необходимая информация. Это переложило бы риск, связанный с отсутствием адекватной основы для принятия решений, на руководителей. Они столкнутся с угрозой того, что если решения совета будут признаны недействительными, ответственность будет возложена на них². Если бы решение совета директоров могло быть признано недействительным только на основании того, что один

¹ П. 5 ст. 68 Закона об АО.

² Например, в Германии решение собрания акционеров может быть признано недействительным, если акционерам не была предоставлена надлежащая информация. Даже если информация была предоставлена каким-то акционерам и не была предоставлена другим акционерам, это может стать причиной признания недействительным собрания акционеров. См.: Gerhard Wirth, Mark Greene, Michael Arnold, *Corporate Law in Germany*, Beck C.H., 2004, s. 126.

из членов совета заявил об отсутствии необходимой информации до заседания или в ходе заседания отстаивал свое мнение, то не возникало бы неопределенности. Менеджмент уделял бы значительно больше внимания вопросу предоставления информации совету директоров.

9.4.

РЕЕСТР АКЦИОНЕРОВ

В целях сближения с европейским законодательством целесообразно ввести реестры акционеров. Хотя такие реестры могут и не содержать информацию о владении акциями, они должны стать основой для обеспечения достоверной информации по этому вопросу. Другими словами, заносящиеся в реестр данные считались бы достоверными. Можно было бы потребовать, чтобы все лица, уполномоченные представлять общество согласно реестру, были обязаны подтверждать фактические изменения в реестре акционеров. Такие требования обеспечат большую степень надежности. В результате любое изменение в реестре акционеров должно было бы вноситься в реестр до его вступления в силу, а сами записи пользовались бы общественным доверием. Это позволит избежать нарушений и неясностей в отношении прав собственности на акции. Реформа, связанная с реестром акционеров, и сама система регистрации должны предшествовать созданию Центрального депозитария, так как надежность депозитария будет зависеть от стабильности системы ведения реестра акционеров.

(151)

9.5.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ – ОСНОВА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ

Ценные бумаги, в частности акции и корпоративные облигации, могли бы служить идеальным инструментом для предоставления обеспечения в России. В российской практике движимое имущество в качестве предмета залога считается ненадежным, а залог недвижимого имущества сопряжен с трудностями и не очень

эффективен. Ценные бумаги на предъявителя практически не используются. Это предполагает развитие системы регистрации, которая обеспечит большую надежность по заложенным обязательствам. По крайней мере, можно говорить об устранении сомнений относительно прав собственности на ценные бумаги. Система регистрации была бы надежной основой для создания механизмов обеспечения при банкротстве собственника или последующего принятия им решения о неисполнении договора, по которому есть обязательство передать предмет обеспечения, но только если бы правовое регулирование соответствующих записей и их юридической силы отвечало данным целям. (152)

Практика ФСФР, однако, предусматривает только основу регистрации залогов, обеспечивая иммунитет от банкротства. При этом, как представляется, она ограничивает возможность внесения соответствующих записей, что идет вразрез с европейским законодательством.

По мнению экспертов, «усилия по минимизации рисков, предпринимаемые как со стороны органов регулирования, так и участников рынка, обусловили значительное расширение практики обеспечения исполнения обязательств, а именно передачи в залог ценных бумаг в качестве гарантии значительных платежей или иных финансовых операций до окончательного завершения таких платежей или операций»¹. В результате отсутствуют возможности внесения записей, касающихся будущего отчуждения прав. Гражданско-правовые последствия таких записей неясны. Ограничивая возможность производить записи об обеспечении в реестрах акционеров, регулирующий орган делает ценные именные бумаги менее надежными по сравнению с бумагами на предъявителя, которые могли бы использоваться (а в случае простых векселей действительно использовались) для создания сложных обеспечительных схем, предусматривающих депонирование у надежных третьих лиц. В частности,

¹ См., в частности: Andre Lussi, *Clearing and Settlement: a Commanding Height for European Capital Markets*, in: Hummel, Breuer, *Handbuch Europäischer Kapitalmarkt*, 2001.

речь идет о банках, выступающих как эскроу-агенты. Безусловно, возможность внесения записей рано или поздно заставила бы задуматься о возможности предоставления обеспечения, которое не предусматривает процедуры торгов. В контексте рассмотрения вопроса о гармонизации российского и европейского законодательства такая дискуссия была бы особенно целесообразна, поскольку процедура торгов не подходит для всех категорий ценных бумаг. Дополнительным аргументом служит тот факт, что Директива о залоге, положения которой интегрируются сейчас в национальные законодательства, стала отправной точкой для аналогичной дискуссии во всех странах ЕС¹. Получение обеспечения и вступление в договорные отношения касательно акций или корпоративных облигаций с принудительным исполнением в будущем станет типичным на фондовых рынках, но может быть применимо и в коммерческих отношениях.

(153)

9.6.

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОЦЕССУАЛЬНОМ ПРАВЕ

Для определения реального объема и срока действия прав различных акционеров очень важно процессуальное регулирование. Акцент необходимо сделать на двух аспектах применения корпоративного права.

Единообразная процедура признания корпоративных решений недействительными. В настоящее время разные суды могут принимать к рассмотрению споры о недействительности решений, принятых на общем собрании акционеров, и других корпоративных решений. Кроме того, в одном и том же суде параллельно может проходить несколько слушаний.

Немецкий же подход к процессам такого характера требует уведомить других акционеров, которые могут выбрать, присоединиться им к этому процессу или нет. Если они решат не присоединяться, решение все равно

¹ Более подробно об этом см. http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/docs/collateral/directive-200501-stateofplay_en.pdf#search=Collateral%20Directive%20EC

будет действительным в их отношении. Важно, что процесс состоится независимо от решения прочих акционеров о присоединении.

Несмотря на то, что в Германии процессуальные нормы действуют на основе сложившейся судебной практики, для ясности предпочтительно внедрить их в закон. В частности, в законе должна быть предусмотрена ситуация, когда один из акционеров, который может иметь дружественные отношения с руководством компании, способен не допустить подачу иска вопреки воле всех других акционеров.

По мнению многих экспертов, серьезная проблема состоит в том, что в регионах непросто выбрать место для решения корпоративных споров из-за недостаточной компетентности местных судов. Однако именно акционеры при создании компании должны решить, какое место они предпочитают с учетом возможности и желания привлекать миноритариев, что сходно с традиционным выбором штата Делавэр в США в качестве места регистрации компании.

(154)

В процессуальное право могли бы быть внесены некоторые изменения, которые способствовали бы объединению исков по одной и той же корпоративной проблеме в одном суде.

Упорядочение мер предварительного обеспечения. Взаимосвязь между предварительными и окончательными судебными решениями, их исполнением и действиями правоприменительных органов заслуживает специального изучения. Чрезмерное использование возможностей правоприменительных органов и их нежелание или неспособность выполнять предписанные законом действия, включая предписанные уголовно-процессуальным законодательством в случае совершения преступления, может привести к корпоративным скандалам. Более подробно следует остановиться на технических аспектах предварительных и окончательных судебных решений.

Меры предварительного обеспечения являются важной частью любого судебного разбирательства при корпоративных спорах. Возможность принятия таких мер, даже на предварительной основе, является весьма

важной для предпринимательской деятельности. Очевидно, что простая убежденность в том, что истец определяет предмет иска, не является достаточной основой для вынесения определения об обеспечении иска. Вместо этого суд должен убедиться в том, что принятое решение является необходимым и справедливым на момент его принятия и что ущерб, причиненный таким решением, может быть возмещен, если окажется, что было принято неправильное решение.

Несмотря на то, что указанные принципы выглядят в целом приемлемыми, в российской практике не уделяется должного внимания вопросам разумности вынесения предварительного решения об обеспечении иска. Например, меры предварительного обеспечения на практике могут запрещать проведение общих собраний акционеров. Ни одна из сторон не потеряет каких-либо прав, если истец, согласно судебному определению, должен будет согласиться с возможностью проведения собраний акционеров и впоследствии сможет обжаловать решения, принимаемые на таких собраниях. Это позволит, например, определить, сможет ли реализация истцом своего права голоса изменить исход голосования, поскольку по закону это могло бы являться предпосылкой для успеха иска¹.

(155)

В ходе дискуссий о корпоративной реформе обсуждалась возможность ввести требование об уведомлении ответчика до вынесения определения об обеспечительных мерах или о внесении депозита в целях принятия решения. Однако само по себе уведомление приводит к снижению эффективности правовых мер, поскольку оно служит предупреждением для ответчика. Обеспечение, если его размер недостаточно большой, не является достаточным для защиты интересов ответчика. В то же время требование о предоставлении обеспечения может существенно повредить всему процессу, если ответчику известно об экономических затруднениях истца. Более целесообразно было бы в каждом случае ограничивать сроки действия мер обеспечения коротким периодом, в течение которого возможно провести разбирательство.

1 Ст. 49 Закона об АО.

Процессуальное законодательство следовало бы дополнить положениями о том, что предварительные решения (например, о запрете проведения собрания акционеров) не должны выноситься судом в том случае, если есть опасность, что такое решение будет иметь эффект окончательного. Например, принятие предварительного решения о запрете проведения собрания акционеров в качестве обеспечительной меры будет являться окончательным решением, т. к. будет невозможно провести такое собрание. Исключением могли бы быть случаи, связанные с опасностью того, что эти права уже невозможно будет реализовать после принятия окончательного решения.

(156)

10 ЛИКВИДАЦИЯ И РЕОРГАНИЗАЦИЯ КОМПАНИЙ

(157)

10.1.

УПРОЩЕНИЕ ПЕРЕХОДА ОДНОЙ КОРПОРАТИВНОЙ ФОРМЫ В ДРУГУЮ

Переход одной корпоративной формы в другую является важной частью экономической жизни. При смене корпоративной стратегии более подходящей для компании может стать иная организационно-правовая форма. Поглощения должны рассматриваться как часть динамичной экономики, как средство повышения эффективности. После поглощения часто происходит слияние двух отдельных корпоративных единиц в одну.

Практика некоторых поглощений, произошедших в мире за последний год, показывает, что правовая среда создает для одного из участников сделки по поглощению преимущества в конкурентных условиях. Учитывая продолжающуюся интеграцию России в мировую экономику, процессы поглощений, слияний, разделения и ликвидации должны соответствовать международным стандартам.

Положения Закона об АО о порядке реорганизации акционерных обществ путем слияния,

10.1.

Упрощение перехода одной корпоративной формы
в другую

присоединения, разделения или выделения (ст. 16–19), по толкованию судов¹, не предусматривают возможность проведения реорганизации этих обществ посредством объединения с юридическими лицами иных организационно-правовых форм (в том числе с обществами с ограниченной ответственностью) либо разделения их (выделения) на акционерное общество и юридическое лицо в другой организационно-правовой форме. В то же время не существует реальных причин для запрета подобной процедуры, которая должна быть предусмотрена законодательством.

10.2.

(158)

ФОРМАЛЬНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ ПРИ ЛИКВИДАЦИИ И РЕОРГАНИЗАЦИИ

По мнению ряда экспертов, процедуры реорганизации и ликвидации в России весьма сложны. В этой связи уже несколько лет обсуждается специальный закон о реорганизации юридических лиц². Обсуждения сосредоточены в основном на вопросах передачи имущества. Действующее российское законодательство, как и европейское, предусматривает правопреемство в случае реорганизации³. Однако процедура распределения имущества и передачи прав реорганизуемых компаний четко не определена. При реорганизации и ликвидации кредиторы могут требовать досрочного погашения причитающейся им задолженности⁴, но механизма принудительного исполнения этого права не существует. Поэтому неясно, может ли кредитор, и если да, то на каких условиях, требовать приостановки реорганизации должника. Наиболее серьезные препятствия, с которыми можно столкнуться в случае

1 См.: Постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда РФ № 10 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» от 18 ноября 2003 г.

2 Моделью для этого закона, как представляется, служит германский закон о преобразованиях (Umwandlungsgesetz).

3 Ст. 16–20 Закона об АО, ст. 52–56 Закона об ООО.

4 Ст. 15 Закона об АО, ст. 51 Закона об ООО, ст. 63 ГК РФ.

реорганизации и ликвидации, возникают не столько из-за положений корпоративного права, сколько из-за процедур регистрации юридических лиц. В результате сложившейся практики деятельности регистрационных органов ликвидация и реорганизация являются более обременительными процедурами, чем создание компании.

Реорганизация в качестве инструмента снижения налогового бремени и оптимизации структуры группы компаний не должна сталкиваться с особыми трудностями. Процедура же перерегистрации может воспрепятствовать исчезновению должников, в частности, уклоняющихся от ответственности за создание агрессивной налоговой структуры или уклонение от уплаты налогов. Нецелесообразно требовать специальной защиты, если существует альтернативный должник-правопреемник с соответствующими активами, продолжающий свою деятельность и после реорганизации или ликвидации компании – первоначального должника. Следует подчеркнуть, что, как правило, после ликвидации (за исключением случаев банкротства) акционер фактически отвечает по непогашенным долгам компании¹.

(159)

Правило о том, что снятие общества с регистрационного учета в государственном реестре компаний ведет к прекращению ограниченной ответственности его акционеров или участников в размере вклада в уставный капитал по долгам общества, не признается российской практикой. Закон предусматривает, что только после государственной регистрации общества его акционеры (участники) несут ограниченную ответственность в размере своего вклада в уставный капитал. По обязательствам, возникшим до государственной регистрации, учредители общества отвечают солидарно². Аналогичное правило должно распространяться и на случаи снятия с регистрационного учета в государственном реестре юридических лиц в результате ликвидации или реорганизации компании.

1 Пп. 4 п. 3 ст. 44 Налогового кодекса Российской Федерации.

2 Ст. 10 Закона об АО, ст. 11 Закона об ООО.

С момента снятия с регистрационного учета прекращается ограниченная ответственность акционеров (участников) и возникает солидарная ответственность акционеров (участников) компании по ее долгам.

Ликвидация компаний может проводиться по ускоренной процедуре, если другое юридическое лицо с бóльшим уставным капиталом принимает на себя соответствующие обязанности ликвидируемого должника или предоставляет банковскую гарантию на сумму, равную сумме активов, подлежащей распределению при ликвидации (с подтверждением того, что именно осталось), или размеру уставного капитала. В данном случае логика состоит в том, что размер

(160)

10.3.

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ

Поглощения, слияния и присоединения предполагают выработку механизмов ценообразования с целью адекватной оценки стоимости компаний. Стоимость акций в случае увеличения уставного капитала определяется на основе рыночных стандартов. Однако в 1990-х гг. часто отмечались случаи злоупотребления этими стандартами. Зависимость от рыночного ценообразования рассматривается не как удобный способ оценки, а как способ, создающий трудности для большинства акционеров.

Целесообразно не избегать оценки, а наоборот, накапливать опыт проведения оценок компаний. Практика показывает, что чем больше условий для сравнения стоимости компаний, тем меньше возможностей для злоупотреблений. Формирование рыночных ценообразующих механизмов следует рассматривать как одну из важнейших задач органов регулирования рынка ценных бумаг. В этой связи необходимо отметить несколько аспектов.

В международной практике используются механизмы, позволяющие определять цену без привлечения внешних экспертов. К их числу относится принцип «русской рулетки», согласно которому один акционер предлагает другой стороне (другому акционеру) свою цену за акции. У другой стороны есть альтернатива: продать свои акции по предложенной цене или купить по той же цене акции первой стороны. В соответствии с иным механизмом, одному акционеру предлагается разделить компанию по своему усмотрению, а другому сделать выбор между продажей своей части и покупкой не принадлежащих ему акций.

(161)

Очевидно, что применение таких механизмов на фондовом рынке осложняется тем, что участники сделок имеют разный опыт и возможности. Поэтому в случае вытеснения, когда один крупный акционер действует против группы мелких акционеров, продажа контрольного пакета акций по цене, предлагаемой крупным акционером, вряд ли возможна на практике. Однако в случае публичной оферты акционерам, владеющим 30% акций и более, вполне реально ожидать, что потенциальный покупатель найдется. Использование подобных механизмов при вытеснении позволит выяснить, насколько серьезны намерения поглотить компанию. Возможна ситуация, когда меньшинство акционеров при помощи другого стратегического инвестора может предложить более высокую цену, чем основной акционер.

В качестве альтернативы оценка может быть проведена экспертом, назначенным представителем миноритарных акционеров, представителем большинства акционеров и третьим лицом, назначенным обеими сторонами, либо ФСФР.

В ходе реорганизации и выработки предложений для третьих сторон в контексте поглощений и вытеснений важно, чтобы государственный орган быстро принимал решения о соответствии оценки объявляемой стоимости компании. Обычно эту роль выполняет комиссия по ценным бумагам. С точки зрения накопления опыта для ФСФР было бы целесообразно начать

работу над некоторыми ноу-хау в области оценки с привлечением консультантов, услуги которых будут оплачивать сами компании.

10.4.

ВЫТЕСНЕНИЕ

В ходе приватизации акции многих компаний, которые были приватизированы большим числом акционеров, консолидировались в одних руках, и лишь несколько акционеров имеют небольшой пакет акций. Несмотря на то, что многих из этих акционеров практически невозможно найти, они играют для владельцев компании важную роль, поскольку сделки с заинтересованностью без их одобрения будут ничтожны. Особенно негативно это проявляется в случаях, когда мажоритарный акционер намеревается уменьшить расходы путем концентрации ряда функций, включая управление наличными денежными средствами, централизованные закупки, отбор некоторых функций компании и разделение функций управления.

(162)

Кроме того, законодательство о правилах вытеснения является важным, поскольку обеспечивает возможность прекращения листинга. Листинг предполагает привлечение миноритарных акционеров. В некоторых случаях, например, в США, прекращение листинга невозможно, если существует достаточно большое число миноритарных акционеров. Правила вытеснения необходимы для того, чтобы компании уже во время планирования листинга знали, как и на каких условиях процесс листинга может быть прекращен. Невозможность вытеснения уменьшает стоимость компании в глазах стратегических инвесторов, которые не заинтересованы в привлечении капитала посредством фондовой биржи. Одним из наиболее серьезных аргументов против листинга в США на сегодняшний день является невозможность снятия компании с листинга (делистинг). Все это подтверждает необходимость разработки правил, регулирующих вытеснение.

В европейских странах целесообразность введения правил поглощения компаний с макроэкономической точки зрения весьма спорна. Однако в практике поглощения компаний в России такие правила полезны для развития управленческих навыков руководителей поглощаемых компаний и могут быть отличным инструментом для модернизации отраслей экономики. Эти правила обычно содержат обязательства в отношении прямых акционеров поглощаемой компании. В России деятельность типичных акционерных обществ в значительной мере базируется на офшорных корпоративных структурах. Поэтому необходимо сформулировать требования к акционерам поглощаемой компании, обязав их соблюдать правила поглощений, предусмотренные ст. 80 Закона об АО или любым иным регулирующим актом о поглощениях. Учитывая недостаточную гибкость российского законодательства, крайне сложно внедрить и эффективно использовать механизмы защиты, широко распространенные на Западе.

(163)

Статья 80 Закона об АО требует:

- 1) уведомления поглощаемого акционерного общества о приобретении 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций;
- 2) направления предложения миноритарным акционерам о покупке их акций по рыночной цене, но не ниже средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате приобретения компании и предложения миноритарным акционерам. Это правило в большей части соответствует тому, что на момент принятия ст. 80 Закона об АО было предусмотрено в Лондонском кодексе о поглощениях¹.

На сегодняшний день отсутствуют правила поведения менеджмента в случае поглощения. Корпоративное право не предоставляет адекватных инструментов защиты от недружественных поглощений, таких

¹ См. <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

как «ядовитые пилюли» или право на двойное голосование. Несмотря на то, что ФСФР пытается усилить эти требования посредством придания статье 80 обязательного характера для компаний с листингом, крупные компании идут на это неохотно. В частности, «Газпром» до сих пор не включил положения ст. 80 Закона об АО в свой устав¹, а большинство поглощений осуществлялись без применения этой статьи и без серьезных обсуждений вопроса о защите миноритарных акционеров.

(164)

¹ См. <http://www.gazprom.ru/docs/3403.shtml>

РАЗДЕЛ IV.

СПЕЦИАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА

11 РОССИЙСКИЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

(166)

II.1.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг, появившийся в России около 15 лет назад, все еще находится в стадии становления. Основные черты, характеризующие рынок, – узкий круг эмитентов, незавершенность законодательной базы, зависимость от поведения иностранных участников. В частности, отсутствует законодательство по предотвращению использования инсайдерской информации, сохраняется неблагоприятный режим налогообложения, высокая волатильность рынка, которая зависит от состояния российской экономики, уровня политических и экономических рисков. Всё это заметно тормозит дальнейшее развитие рынка. Вместе с тем за 10 лет, прошедших с первого размещения ценных бумаг российского эмитента на международном рынке в конце 1995 г., российские компании заняли прочные позиции среди эмитентов развивающихся рынков. Более 50 российских компаний разместили свои ценные бумаги на международном рынке.

Основными местами торгов ценными бумагами являются Российская торговая система фондового рынка

(РТС) и Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). РТС была создана в 1995 г. как торговая площадка по образцу американской NASDAQ. На РТС используется электронная система торгов по заявкам, которая позволяет соотнести котировки продавцов с котировками покупателей на определенные лоты ценных бумаг, выставленных на торги. Индекс РТС – основной индекс, используемый для 59 самых ликвидных корпоративных ценных бумаг. На РТС осуществляются торги примерно 450 наименованиями корпоративных ценных бумаг и различных государственных долговых обязательств. РТС имеет три специализированные торговые площадки:

(167)

- корпоративных ценных бумаг;
- фьючерсов и опционов с расчетами в российских рублях (ФОРТС);
- облигаций РТС.

РТС использует две котировочные системы: одна для акций, не котируемых на РТС, но которые размещаются путем открытой подписки, другая – для векселей, выпускаемых российскими компаниями.

ММВБ была создана в 1992 г. Банком России как межбанковский валютный торговый механизм. ММВБ является котировочной системой, где устанавливается официальный курс обмена российского рубля и иностранной валюты. Она также выступает торговой площадкой для обращения государственных ценных бумаг. В 1996 г. на ММВБ стали котироваться акции российских эмитентов, и с тех пор она является ведущей российской биржей, торгующей акциями российских эмитентов. Сейчас на ММВБ котируются акции около 100 компаний с общей капитализацией свыше 80 млрд долларов.

11.2.

ТРЕБОВАНИЯ К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ ЭМИТЕНТАМИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Требования организаторов торговли к эмитентам ценных бумаг, претендующих на включение в листинг на российских биржах, в основных пунктах совпадают с требованиями международных фондовых бирж.

11.2.

Требования к раскрытию информации эмитентами
ценных бумаг

К торгам допускаются ценные бумаги, выпущенные в соответствии с российским законодательством, нормативными актами Федеральной службы по финансовым рынкам и отвечающие правилам листинга российских бирж. Правила бирж содержат следующие основные положения:

- максимальное количество обыкновенных акций данного эмитента и/или его аффилированных лиц;
- минимальное количество акционеров эмитента;
- отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех;
- минимальная рыночная стоимость акций или облигаций;
- наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IFRS или US GAAP вместе с аудиторским заключением;
- минимальный срок существования эмитента;
- минимальная стоимость чистых активов эмитента;
- соблюдение эмитентом норм корпоративного управления, предусмотренных правилами листинга для соответствующего котировального листа.

(168)

Уровень требований дифференцируется в различных котировальных списках. Однако в России пока не существует деления инвесторов по категориям в зависимости от уровня их образования в области финансов и способности принимать взвешенные инвестиционные решения.

Как отмечалось ранее, для повышения эффективности функционирования рынка ценных бумаг целесообразно ввести в законодательство, регулирующее финансовые рынки, понятие «квалифицированный (или профессиональный) инвестор», с особым порядком регулирования, включая раскрытие информации. Разделение инвесторов по признаку их квалификации (уровень знаний о рынке ценных бумаг) давно используется на развитых рынках США и стран ЕС. Подобная процедура служит удобным механизмом для установления оптимального баланса между необходимостью защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг, с одной стороны, и снижением чрезмерной регуляторной нагрузки на эмитентов ценных бумаг, с другой.

Для эмитентов ценных бумаг, включенных в листинг на российской фондовой бирже, введены определенные обязательства по раскрытию информации о деятельности (годовые отчеты, финансовые отчеты, сообщения о существенных фактах). Одним из последних нововведений фондовой биржи стало требование об уведомлении эмитентом или его доверенным лицом (до публикации в ленте новостей) о намерении раскрыть существенную информацию о своей деятельности¹. Это положение приближается к требованиям Лондонской фондовой биржи (LSE) о раскрытии информации до ее передачи информационным агентствам. В данном случае инициативу регулятора можно рассматривать как один из инструментов, предотвращающий использование инсайдерской информации, поскольку существенная информация о деятельности эмитентов будет поступать к участникам фондового рынка одновременно. Время от времени на российском фондовом рынке возникают ситуации, свидетельствующие о том, что изменение котировок – результат использования инсайдерской информации и манипуляций. Некоторые торговые компании находятся в жесткой зависимости от операций между инсайдерами и опционными сделками дилеров по продаже информации, что поощряется чиновниками и топ-менеджерами, которые получают выгоду от такой игры. В связи с этим необходима разработка законодательства, которое будет предусматривать эффективные инструменты решения этой проблемы.

(169)

II.3.

ТРЕБОВАНИЯ К БРОКЕРСКИМ КОМПАНИЯМ И ФИНАНСОВЫМ КОНСУЛЬТАНТАМ

Выдача лицензий российским компаниям, осуществляющим брокерскую и дилерскую деятельность, входит в компетенцию ФСФР. Для того, чтобы получить лицензию, разрешающую участие в торгах, в штате

¹ Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н.

соответствующей компании должно быть определенное число квалифицированных сотрудников (как для front-офиса, так и для back-офиса). К управляющим компаниям паевых и пенсионных фондов предъявляются еще более жесткие требования, включающие, помимо прочего, определенное количество квалифицированного персонала, минимальный размер собственного капитала и историю обращения на рынке.

В 2002 г. в России был введен институт «финансового консультанта»¹. В обязанности консультанта входит подписание проспекта эмиссии ценных бумаг, что гарантирует качественное раскрытие информации инвесторам. Наряду с эмитентом финансовый консультант несет ответственность вплоть до уголовной за качество своей работы. Статус финансового консультанта получили 34 компании – профессиональные участники фондового рынка. Создано профессиональное объединение финансовых консультантов и андеррайтеров в качестве саморегулируемой организации (СРО «ПРОФИ»).

(170)

Однако необходимость дополнительного обсуждения эмитентами своей внутренней информации, подлежащей проверке до подписания проспекта эмиссии, с финансовым консультантом и уплата ему вознаграждения, которое увеличивало общие затраты эмитента на подготовку эмиссии, вызвали широкую дискуссию среди участников рынка. В США функцию финансового консультанта выполняет инвестиционный консультант, который обычно выступает одним из андеррайтеров выпуска. В России предпочтение отдается консультанту, не являющемуся андеррайтером. Это позволяет избежать возможного конфликта интересов с эмитентом, а также осуществлять контроль за добросовестностью организаторов при составлении книги заявок. История российского облигационного рынка подтверждает правоту подобного подхода. В случае совмещения андеррайтинга с финансовым консультированием не оставляет возможности для

¹ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», в редакции от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ.

независимой проверки информации, опубликованной в проспекте ценных бумаг. Результатом обсуждений стала отмена обязательной проверки и подписания проспекта ценных бумаг финансовым консультантом, что может нежелательно сказаться на качестве раскрытия информации некоторыми эмитентами и привести к негативным последствиям для инвесторов, особенно в нынешний период, когда на публичный рынок выходят эмитенты «второго эшелона».

II.4.

РАСЧЕТНО-КЛИРИНГОВАЯ СИСТЕМА

(171)

Совершенствование инфраструктуры российского фондового рынка неразрывно связано с улучшением расчетно-клиринговых услуг. Мировой опыт в данной сфере, в частности, консолидация расчетных и клиринговых организаций на европейских финансовых рынках, показывает возможные решения для России. Одним из таких решений может стать создание Центрального депозитария (ЦД), который будет вести расчеты и клиринг по сделкам с ценными бумагами и денежные расчеты по биржевым сделкам. Концепция создания ЦД, которая содержится в разработанной ФСФР Средне-срочной стратегии развития финансового рынка, предусматривает исключительное право ЦД выступать номинальным держателем в реестрах эмитентов. Зарубежные центральные депозитарии также смогут открывать счета депо только в российском ЦД. Расчетные депозитарии будут открывать счета в ЦД. Кастодиальные депозитарии смогут открывать счета только в расчетных депозитариях и не будут вести счета номинального держания. Концепция ФСФР пока не затрагивает деятельность регистраторов эмитентов. Практическая реализация концепции ЦД может привести к созданию единого государственного реестра ценных бумаг, которые существуют, например, в Германии и Франции.

По мнению ФСФР, главная задача – остановить отток операций с бумагами российских эмитентов на западные площадки. Дело в том, что большинству

крупных иностранных инвестиционных фондов запрещено работать на рынках, где нет Центрального депозитария, так как это повышает риски учета прав на ценные бумаги. Поэтому крупные инвесторы предпочитают торговать российскими ценными бумагами на иностранных биржах.

Российские власти пытаются создать Центральный депозитарий почти 10 лет. В 1997 г. в соответствии с Указом Президента РФ о создании ЦД государство оплатило уставный капитал в размере 10 млн руб. Однако проект так и не был реализован. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) неоднократно пыталась его возобновить. Последней инициативой ФКЦБ (предшественницей ФСФР) был проект резервного хранилища данных о фондовом рынке – Центрального фонда хранения и обработки информации, но он также был отправлен на доработку. ФСФР России разработала концепцию закона о ЦД и объявила тендер среди международных консалтинговых компаний на создание его модели. ФСФР надеется, что закон будет принят через год-полтора.

(172)

В работе над Концепцией ЦД принимали участие представители и инвестиционного сообщества, и депозитариев. Уже на начальном этапе разработки Концепция нашла как своих сторонников, так и оппонентов. Сторонники создания ЦД в том виде, в каком он предусмотрен Концепцией, ссылаются на мировой опыт, когда наличие Центрального депозитария в качестве основного расчетно-клирингового института позволяет эффективно обслуживать операции, проводимые на финансовом рынке.

В свою очередь, оппоненты Концепции обращают основное внимание на несоответствие способов реализации целей создания ЦД современным реалиям российского фондового рынка. Прежде всего, по их мнению, должна быть проработана система обеспечения сохранности информации и ее конфиденциальности. В настоящий момент не существует общей базы данных о владении ценными бумагами всех российских эмитентов, что исключает возможность использования

ее ненадлежащим образом. Создание ЦД приведет к формированию такой базы, но, в то же время, увеличит риск открытого доступа к собранным данным. Печальный пример раскрытия базы данных ЦБ РФ подтверждает такую возможность. К тому же, по мнению оппонентов Концепции, не произойдет заявленного снижения транзакционных издержек. Требование ко всем крупнейшим кастодианам закрыть счета номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг и открыть счета номинального держателя в Центральном депозитарии (который будет соответственно иметь счета в реестрах), несомненно, приведет к увеличению издержек, связанных с обслуживанием счетов. Наравне с затратами по обслуживанию счетов в реестре возникнут и затраты, связанные с обслуживанием счетов в Центральном депозитарии. Указанные затраты в конечном итоге будут возмещаться владельцами ценных бумаг. Ставится также под сомнение тезис уменьшения рисков. Дело в том, что в настоящий момент все крупнейшие кастодианы имеют значительный собственный капитал и участвуют в программах страхования рисков депозитарной деятельности, и таким образом имеют все возможности возместить потенциальные убытки своим клиентам. Главные же риски учетной инфраструктуры связаны с регистраторами. Однако концепция создания Центрального депозитария не предусматривает отмены системы ведения реестров владельцев ценных бумаг. Также не предполагается, что ЦД принимает на себя риски регистраторов.

(173)

Таким образом, создание Центрального депозитария в предлагаемом варианте, когда он единственный получает право иметь счета номинального держателя в реестрах, не решает таких проблем, как утеря информации в реестре или наличие двойных реестров. Правоприменительная практика сталкивается с таким феноменом как двойное ведение реестра акционеров. Известны случаи, когда судебные органы выносили определения о передаче реестра акционеров от одного регистратора к другому, не спрашивая эмитента, хочет ли он заключить договор о возмездном оказании услуг

по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг с новым исполнителем. В частности, приобрел известность случай с ОАО «Ступинский металлургический комбинат», когда по требованию истца был инициирован процесс передачи реестра другому регистратору, и в течение четырех месяцев существовало два реестра. Ведение двух или даже трех реестров владельцев ценных бумаг одновременно может стать причиной нарушения прав инвесторов по ценным бумагам.

Российская практика свидетельствует о том, что вопрос создания Центрального депозитария требует дальнейшей проработки с целью формирования эффективной инфраструктуры российской расчетно-клиринговой системы.

(174)

II.5.

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ В ГЛОБАЛЬНОЙ СЕТИ ИНТЕРНЕТ

Интернет открывает для всех участников фондового рынка принципиально новые возможности благодаря своей доступности, оперативности и простоте в использовании. Многие российские брокерские компании («Атон», «Тройка Диалог», Альфа-Банк, «Интраст», ГУТА) создают своим клиентам возможности для интернет-трейдинга, или приобретения и продажи ценных бумаг через Интернет. Важно отметить, что с появлением этого нового средства коммуникации российский фондовый рынок вошел в глобальный рынок, работающий вне национальных границ и временных ограничений (round-the-clock).

Для минимизации специфических рисков, связанных с использованием сети Интернет (нарушение конфиденциальности информации, отсутствие полной гарантии целостности передаваемых данных), все участники процесса в России, как и во всем мире, в обязательном порядке применяют разнообразные методы защиты информации. Наиболее распространенным среди таких методов является Протокол SSL (Secured Socket Layer), а также Протокол SET (Secure

Electronic Transactions). Применяемая российскими брокерскими компаниями система шифрования всего потока данных между сервером и рабочим местом с большой долей надежности исключает несанкционированный доступ к информации о средствах инвестора и его ценных бумагах. Ключи шифрования генерируются случайным образом и действуют, как правило, одну рабочую сессию. Надежность системы защиты информации делает возможной организацию срочного канала связи для отправки инвестором поручений брокеру на совершение той или иной операции не только с личного компьютера, но и через компьютер в интернет-кафе.

(175)

Около трети членов секции фондового рынка ММВБ являются интернет-брокерами и осуществляют сделки с акциями во всех режимах торгов. Доля интернет-торговли растет на ММВБ как по показателю доли в общем количестве сделок, так и по доле в торговом обороте: если в конце 2002 г. она составляла 83,4% и 49,1%, то в мае 2005 г. – достигла 87,9% и 57,7% соответственно. Важным результатом внедрения интернет-торговли стало привлечение к операциям на фондовом рынке большого числа региональных брокерских компаний и частных инвесторов.

Российский интернет-рынок имеет хорошие перспективы. По оценкам экспертов, существуют как минимум два направления дальнейшего стратегического развития, над которыми регулятору и участникам рынка необходимо работать:

- присоединение России к единой сети мирового фондового рынка, объединяющей большинство фондовых бирж разных стран мира;
- развитие инфраструктуры российского рынка, увеличение числа эмитентов акций, создание механизмов, позволяющих снижать инвестиционные риски.

II.6.

Подготовка к листингу за рубежом

Интерес российских компаний к международному рынку обусловлен, в первую очередь, экономическими

факторами и определенными имиджевыми соображениями. Привлечение финансирования для российских заемщиков с международных рынков капитала является экономически более целесообразным в связи с более выгодными ставками финансирования и длительными сроками выплат. Несмотря на большой объем подготовительной работы, затраты средств и времени, многие российские компании считают для себя престижным выйти на международный рынок капитала, в том числе – для создания публичной истории в этом сегменте. Российские акционерные компании, выходящие на международный рынок капитала, обязаны соблюдать (и соблюдают в определенной степени) требования, предъявляемые к раскрытию информации иностранными инвестиционными и кредитными учреждениями.

(176)

Для обеспечения соблюдения требований иностранных кредиторов российские эмитенты при размещении еврооблигаций или при первичном публичном предложении акций за рубежом привлекают международные инвестиционные институты, а также юридических консультантов – признанные иностранные юридические компании.

В ходе подготовки сделки эмитенты проходят должную юридическую проверку (legal due diligence), которая включает не только проверку внутренних документов эмитента, правильность и легитимность принятия корпоративных решений, касающихся данной сделки, но и персональные встречи с топ-менеджерами компании. Юридическая проверка помогает иностранным инвестиционным банкам и их юридическим консультантам получить глубокие знания о самой компании, профессиональном уровне ее руководства и состоятельности. Оценка компании-эмитента проводится по стандартному набору вопросов, используемому при подготовке размещения еврооблигаций или первичного предложения акций. Особое внимание на встречах с менеджментом уделяется обсуждению стратегии развития компании-эмитента, что чрезвычайно важно при принятии решений инвесторами. Вся полученная информация используется

для подготовки проспекта, который, в свою очередь, служит основанием при принятии инвесторами решений. Должные юридические проверки позволяют иностранным инвестиционным банкам и их юридическим консультантам составить достаточно полное представление о состоянии дел в компании, компетентности руководства и кредитоспособности эмитента. Всё это основывается на необходимости составления проспекта, на который рассчитывают инвесторы.

Компании проводят большую подготовительную работу по сбору и обработке информации о своей деятельности. Это зачастую требует изменения внутреннего порядка формирования информационных потоков в компании и составления отчетов, которые не требуется предоставлять в соответствии с российским законодательством. Например, компании добывающих отраслей проводят независимый аудит запасов. В связи с тем, что российская классификация оценки сырьевых запасов существенно отличается от методологии Комиссии США по ценным бумагам и биржам (US Securities and Exchange Commission) и Общества инженеров-нефтяников (SPE Society of Petroleum Engineers), результаты независимого аудита являются необходимой информацией для проведения сравнительного анализа запасов российской компании и иностранных отраслевых конкурентов. Аудит запасов углеводородов ОАО «Лукойл» проводит компания «Миллер и Ленц», ОАО «Газпром» привлекает компанию «ДеГольер и МакНоттен». Кроме того, в Проспект эмиссии российские компании включают финансовую отчетность IFRS или по стандартам US GAAP. Некоторые эмитенты вместе с отчетностью по международным стандартам готовят и публикуют «Отчет и анализ хозяйственной деятельности руководством компании» (MD&A), что не является обязательным по российскому законодательству.

Важным аспектом подготовки российских компаний к выходу на международный рынок капитала является принятие решения о следовании международным принципам корпоративного управления,

(177)

разработка и принятие кодексов корпоративного управления в соответствии с международными принципами корпоративного управления и рекомендациями ФСФР¹ по данному вопросу. Включение в совет директоров независимых директоров (не связанных с компанией родственными или деловыми связями) является одним из наиболее сложных аспектов для акционерных обществ в РФ. Проблема заключается как в недостаточно четком законодательном определении термина «независимый» директор, так и в отсутствии в РФ института независимых директоров, в том виде, в котором он давно существует в развитых странах. Преимущественно сырьевые компании приглашают в совет директоров известных и уважаемых людей, иногда даже иностранных граждан, которые в силу своего опыта и безупречной репутации на рынке могут обеспечить искомый баланс интересов в совете директоров.

(178)

Некоторые крупные российские компании (например, ОАО «Газпром», ОАО «Лукойл» и др.), привлекающие финансовые ресурсы на международных рынках капитала, предпочитают включать свои ценные бумаги в листинг в Лондоне, а не регистрировать свои ценные бумаги в США в соответствии с US Securities Act of 1933 и не включать в листинг на американских биржах. Предложение их ценных бумаг на территории США осуществляется квалифицированным институциональным инвестором в соответствии с «Правилom 144А» (Securities Act of 1933) или вне территории США в соответствии с «Правилom С» (Regulation S). Одной из причин отказа российских компаний от включения в листинг на американских биржах является несоответствие уровня раскрытия информации жестким требованиям, предъявляемым SEC. Существенным сдерживающим фактором регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США для крупных акционерных компаний, созданных на базе приватизированных предприятий (особенно с сохранением доли государства в их капитале), могут быть

¹ Кодекс корпоративного поведения, принятый ФСФР в апреле 2002 г.

некоторые трудности в связи с законом Сарбейнса-Оксли. В нем предусмотрены определенные меры по повышению ответственности и противодействию корпоративному и аудиторскому мошенничеству и создан Совет по надзору за финансовой отчетностью акционерных компаний (Public Company Accounting Oversight Board) для осуществления надзора за проведением аудита.

Закон устанавливает уголовную ответственность, вплоть до лишения свободы до 20 лет в отдельных случаях, применяемую к генеральному директору (CEO) и финансовому директору (CFO) компании, если заведомо или преднамеренно была проведена ошибочная сертификация в отношении годовых отчетов и ежеквартальных отчетов. Эмитенты должны выработать правила подготовки своих отчетов и их промежуточного контроля. Главные элементы этих процедур – внутренний аудит и контрольные функции. Отсутствие развитого института независимых директоров в России, как отмечалось выше, это препятствие к созданию всецело независимых ревизионных комиссий, в совете директоров эмитента, в соответствии с законом Сарбейнса-Оксли. Особенно жестким оказывается требование закона к компаниям, которые не сформировали ревизионную комиссию и в которых в качестве ревизионной комиссии рассматривается весь совет директоров. В этом случае каждый директор должен соответствовать условию «полной независимости» и другим критериям, установленным в законе для ревизионных комиссий.

(179)

Среди российских компаний пока еще не стало распространенной практикой принятие Кодекса этических норм для финансовых руководителей, тогда как требование раскрывать информацию о принятии Кодекса этических норм для финансовых руководителей или указание причин отсутствия этого кодекса предусматривается в законе Сарбейнса-Оксли.

С момента принятия закона (30 июля 2002 г.) только одна российская компания получила регистрацию в SEC и листинг NYSE-Mechel Steel Group (29 ноября 2004 г.), тогда как на Лондонской бирже

за этот период получили листинг три крупные российские компании – ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», 2003 г.; ОАО «АФК Система», 2005 г.; ОАО «Новатек», 2005 г.

Еврооблигации российских эмитентов, как правило, включены в листинг на Люксембургской фондовой бирже (более 20 производственных компаний и банков), глобальные депозитарные расписки на акции российских эмитентов включены в листинг на Лондонской фондовой бирже (ОАО «Татнефть», 1996 г.; ОАО «Газпром», 1996 г.; ОАО «Лукойл», 1997 г.; ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», 2003 г.; ОАО «АФК Система», 2005 г.; ОАО «Новатек», 2005 г.).

(180)

Существуют среди российских эмитентов компании, которые включены в листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Первым размещение 30% своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже осуществил крупнейший российский оператор сотовой связи ОАО «ВымпелКом» (1996 г.), в 1998 г. – ОАО «Татнефть» и ОАО «Ростелеком». Затем в 2000 г. последовало размещение акций ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (14,5%), в 2002 г. – ОАО «Вимм-Биль-Данн Продукты Питания» (25% +1 акция), в 2004 г. – ОАО «Стальная группа Мечел». «ВымпелКом» и «Мобильные ТелеСистемы» – это частные компании, созданные «с нуля» около десяти лет назад. Корпоративная структура и корпоративная политика этих компаний формировалась таким образом, чтобы соответствовать требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам США и получить в перспективе листинг на американской фондовой бирже. Другие российские компании, включенные в листинг на Нью-Йоркской бирже, формировались, в основном, на базе приватизированных компаний, что делает честь их акционерам и менеджерам, так как они смогли достичь соответствия жестким требованиям SEC и Нью-Йоркской биржи по регистрации и включению в листинг. При этом надо учесть, что в перечисленных компаниях нет доли государства, и представители государства не являются членами советов директоров.

12 ПЕРЕХОД НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

(181)

Переход на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) – один из наиболее обсуждаемых вопросов в корпоративном сообществе в бывших республиках СССР. Разные страны придерживались различных подходов – от «моментального внедрения стандартов» до постепенного перехода на протяжении ряда лет или принятия собственных стандартов на основе МСФО. Был сделан ряд попыток внедрения МСФО в России. Многие организации уже составляют отчетность в соответствии с МСФО.

К их числу относятся компании, представленные на международных рынках капитала, кредитные организации – с 1 января 2004 г., а также другие частные и государственные компании, стремящиеся к большей прозрачности. Начиная с июля 2005 г., Федеральная служба по финансовым рынкам России требует от некоторых категорий эмитентов облигаций и акций на российских фондовых биржах представления отчетности, составленной в соответствии с МСФО или ОПБУ США (US GAAP).

Переход к МСФО в Российской Федерации даст важные преимущества широкому кругу пользователей. В конечном итоге эти преимущества перевесят краткосрочные издержки, включая финансовые затраты, связанные с переходом.

В дореволюционной России бухгалтерский учет развивался по принципам европейской бухгалтерии и, прежде всего, континентальной системы учета. Эта система в большей степени была основана на применении определенных правил учета, и в меньшей – на профессиональном бухгалтерском суждении при формировании финансовой отчетности.

В советский период основной задачей бухгалтерского учета стало обеспечение потребностей планово-административной экономики. Основными пользователями бухгалтерской отчетности стали органы государственного планирования, контроля и статистики. Формы отчетности предприятий строго регламентировались. Учет отдельных операций велся по строго предписанным правилам и был подробно детализирован. Так, были обязательны:

(182)

- единый План счетов бухгалтерского учета;
- корреспонденция бухгалтерских счетов;
- утвержденные формы первичных бухгалтерских документов и реквизиты (печати, подписи).

При переходе от планово-административной системы к рынку задачи бухгалтерского учета изменились. Однако правила учета и составления отчетности по-прежнему в определенной степени ориентируются на нужды государственных органов, прежде всего, органов налогового контроля. Начиная с 1990-х гг. предпринимались усилия для того, чтобы приблизить российские правила бухгалтерского учета и отчетности к международным стандартам. В результате правила учета в отношении многих операций (например, основных средств, запасов) значительно приблизились к международным. Однако российские правила бухгалтерского учета пока не охватывают целый ряд более сложных инструментов и операций, которые до недавнего времени не были широко распространены в российской практике, таких как пенсионные обязательства.

В условиях глобализации экономики международные стандарты финансовой отчетности призваны стать общим экономическим языком мирового делового сообщества и гарантировать прозрачность и ясность информации, предоставляемой инвесторам, кредиторам, фондовым биржам и регуляторам. Использование этого общего принципа – основа для российских компаний при выходе на международные рынки капитала и преодоления барьеров в международном сотрудничестве.

Очевидно, преимущества принятия МСФО не ограничиваются снижением затрат на финансирование и не сводятся к выгодам только для самих компаний. Все участники рынка – компании, инвесторы, политики и государственные органы – могут получить выгоду от перехода на МСФО. Ключевой фразой в этом процессе должна стать: «Средство для более быстрой интеграции в глобальную экономику».

Компании получают выгоду от доступа к международным рынкам капитала и снижения стоимости заимствований, а также от последовательности и упрощения отчетности, подготавливаемой дочерними компаниями, находящимися в разных странах, улучшения управленческой информации для внутренних процедур принятия решений. Деловое сообщество в целом извлечет выгоду из наличия достаточной информации для принятия оптимальных деловых/инвестиционных решений. Преимущества, которые получают регулирующие органы, связаны с возросшими возможностями привлекать и контролировать иностранные инвестиции, а также с более качественной информацией, получаемой от участников рынка и доступной участникам рынка.

Можно выделить следующие варианты перехода российских компаний на международные стандарты:

- 1) принятие МСФО целиком;
- 2) эволюционная переработка российских стандартов бухгалтерского учета и отчетности.

При выборе первого подхода компаниям, аудиторам и правительству потребуется значительная подгото-

(183)

вительная работа, которая вызовет существенные расходы. Выбор второго подхода привел бы к значительному удлинению процесса, и соответственно – к еще большим затратам и, возможно, к уменьшению или значительной отсрочке потенциальных выгод, учитывая продолжительность перехода. Наиболее адекватным выглядит поэтапный подход, при котором различные группы компаний будут переходить на МСФО в различные сроки.

12.3.

ВЫЗОВЫ, ОБУСЛОВЛЕННЫЕ ПЕРЕХОДОМ НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ

(184)

В то время как выгоды от введения МСФО известны и понятны, необходимо рассмотреть ряд вызовов.

Фундаментальные различия методологии учета и отчетности, обусловленные различиями в культурных и юридических традициях. До перехода к рыночной экономике весь процесс учета и отчетности в России был ограничен простой подготовкой информации для государства в целях статистики и контроля. Пользователями информации были только государственные органы, и предоставленная информация никогда не предназначалась для использования участниками рынков капитала, институциональными инвесторами или для целей корпоративного управления. Соответственно, не существовало понятия финансовой отчетности, т. е. отчета о финансовых результатах компании и оценки того, как компании управляют средствами акционеров и инвесторов. Простые нормы бухгалтерского учета и отчетности ограничивались правилами занесения учетных записей об операциях компании и очень ограниченного анализа этих операций.

С появлением других пользователей финансовой информации требования и информационные потребности кардинально изменились. Ключевое понятие МСФО – «приоритет экономического содержания над юридической формой» – является фундаментальным профессиональным вызовом для практических пользователей отчетности в России. Традиционные ожидания бухгалтеров «советского типа», которые пока преобладают в бухгалтерском

сообществе, состоят в том, чтобы иметь четкое письменное руководство, которое обстоятельно разъясняло бы дебет и кредиты, бухгалтерские проводки и номера счетов, которые нужно использовать для каждой конкретной операции. МСФО не обеспечивают такой уровень детализации, давая только концептуальное руководство без конкретных инструкций по бухгалтерскому учету. Правила бухгалтерского учета в России традиционно содержали множество предписаний, фактически основанных на принципе «приоритета формы над экономическим содержанием». Вследствие этого значительная часть российского бухгалтерского сообщества ориентирована на следование точным инструкциям и правилам и слабо подготовлена к формированию профессионального суждения или самостоятельному анализу.

(185)

Это вызов, который не следует недооценивать. Он является абсолютно специфичным для России и не присущ Европейскому Союзу, где принятие МСФО является только изменением в стандартах отчетности. В России это означает намного больше – изменение в культуре и традиции, что потребует намного большего внимания к человеческим и образовательным аспектам внедрения МСФО.

Кадровые ресурсы и навыки. Различия в традициях лишний раз подчеркивают насущную для России проблему в области кадровых ресурсов. В настоящее время в стране есть лишь весьма ограниченное число специалистов, которые имеют достаточные теоретические знания и, что еще более важно, практический опыт в области МСФО. В настоящее время навыками работы с МСФО обладают лишь профессионалы в международных аудиторских/бухгалтерских фирмах, работающих в России, а также небольшие группы специалистов в компаниях, зарегистрированных в России (как российских, так и международных), которые уже применяют МСФО. Внедрение МСФО вызовет потребность в огромной армии новых профессионалов и потребует введения профессионального образования, которое должно удовлетворить спрос на соответствующие навыки.

Обучение профессионалов, работающих в компаниях, а также компетентных и независимых аудиторов

должно поощряться и совершенствоваться. В России важной долгосрочной целью является также обучение руководителей компаний и правительственных должностных лиц.

Перевод. Процесс перевода должен быть структурирован и институционализирован с тем, чтобы обеспечить точный и последовательный перевод будущих стандартов и других документов Совета по МСФО на русский язык (International Accounting Standards Board). Принятие МСФО в огромной степени зависит от наличия высококачественного официального перевода. Однако даже если перевод выполнен высококвалифицированным переводчиком, сохраняется возможность непонимания, поскольку стиль МСФО не соответствует стилю, традиционно используемому в российских официальных документах. Вместе с тем, попытка описать содержание МСФО традиционным языком российских инструкций содержит опасность того, что в результате получится не перевод существующего стандарта, а новый стандарт, отличный от стандарта МСФО.

(186)

Изменения в законодательстве. МСФО должны стать составной частью законодательства Российской Федерации. Введение новых правил составления отчетности потребует немедленной корректировки в других законодательных областях (корпоративное право, налоговое право и т. д.). Если большая часть экономики переключится на МСФО, возникнет потребность в изменении процесса составления государственного бюджета, изменится база для подготовки национальной статистики.

МСФО не распространяются на некоммерческие организации – правительственные, культурные, медицинские, муниципальные, а также благотворительные фонды. Однако для таких организаций также необходимо внедрить приемлемые правила бухгалтерского учета и отчетности. Примером таких международно признанных правил могут быть Международные стандарты учета для общественного сектора (IPSAS), издаваемые Международной федерацией бухгалтеров (IFAC).

Институциональные структуры. Вопросы, связанные с созданием институциональной структуры, необходимо решить задолго до перехода. В частности,

должна быть оговорена роль государственных и правительственных органов в будущем одобрении новых стандартов, применении и интерпретации стандартов, даже в вопросах утверждения перевода стандартов на русский язык. С этой точки зрения ключевое значение имеют следующие аспекты.

Механизм одобрения

Должны быть установлены четкие критерии для одобрения стандартов, а также строгая процедура одобрения с разграничением полномочий по разработке и принятию стандартов и их одобрению. Механизм одобрения должен работать через уполномоченный орган, который представлял бы пользователей, бухгалтерскую и аудиторскую профессии, правительство и науку и который был бы отделен от органа, принимающего стандарты. В отношении принятия стандартов необходимо дальнейшее рассмотрение вопроса о том, какие регулирующие органы должны контролировать и/или влиять на процесс принятия стандартов в России.

(187)

Интерпретация МСФО должна остаться областью полномочий Комитета по интерпретации МСФО (IFRIC), чтобы сохранить целостность МСФО и гарантировать последовательную интерпретацию в разных странах. Интерпретация стандартов не может быть возложена на комиссии по ценным бумагам или национальные органы, отвечающие за принятие стандартов. Инструкции правительства не должны противоречить МСФО или интерпретациям, выпущенным IFRIC. Должен быть внедрен механизм распространения опыта российских компаний, применяющих МСФО, с участием профессионального бухгалтерского сообщества.

Регулирование бухгалтерского учета и финансовой отчетности должно оставаться прерогативой правительства, которое будет выполнять свои функции через определенный правительственный орган в сотрудничестве с неправительственной организацией. В сферу деятельности данного правительственного органа входили бы:

- изменение законодательства о бухгалтерском учете и финансовой отчетности;
- одобрение законодательных инициатив;
- одобрение стандартов учета и отчетности.

Сфера деятельности неправительственного органа, некоммерческой независимой организации могла бы включать:

- инициирование и подготовку стандартов и их представление на одобрение правительственному органу;
- общественную экспертизу стандартов МСФО и законодательных актов, их представление на одобрение;
- методологическую работу над интерпретациями всё еще существующих местных стандартов и международных стандартов, которые будут приняты.

Механизм обеспечения

Один из ключевых элементов перехода на МСФО – механизм обеспечения применения стандартов, который должен быть внедрен как можно скорее. Внедрение этого механизма намного сложнее, чем просто организация сильного регулирующего органа. Скорее, его необходимо рассматривать как систему регулярных проверок, выполняемых различными общественными и частными организациями. Процесс обеспечения должен включать:

- развитые системы корпоративного управления;
- самопроверку и самоконтроль компаний в процессе подготовки финансовой отчетности;
- утверждение финансовой отчетности (комитетами по аудиту, советом директоров или общими собраниями акционеров);
- систему институционального надзора;
- анализ со стороны общества и прессы;
- рыночные аспекты, которые применяют санкции в отношении компаний за недостаточное раскрытие информации;
- аудит финансовой отчетности.

(188)

12.4.

Аудит

Специальная роль во внедрении МСФО принадлежит внешнему аудиту. Внешний аудит подвергает информацию, которая представлена общественности, независимому и объективному исследованию, увеличивая надежность финансовой информации. Если финансовая отчетность содержит отклонения от стандартов отчетности,

в обязанность аудитора входит привлечение внимания к этим отклонениям в своем отчете заинтересованным сторонам. У аудитора нет юридических полномочий предписать исправление ошибок или наложить санкции. Однако аудиторы могут модифицировать свой отчет, указав на отклонения от стандартов отчетности, чтобы пользователь обратил особое внимание на данную проблему.

Аудиторская профессия, которая появилась более 100 лет назад, является относительно новой для России, насчитывая меньше 20 лет. Очевидно, на каждой стадии развития профессии возникает множество трудностей. Наиболее серьезная текущая проблема – это то, что аудит не имеет органа, который выполнял бы функции его регулирования. В настоящее время существует семь профессиональных организаций, официально аккредитованных Министерством финансов Российской Федерации, а также множество неаккредитованных организаций, объединяющих бухгалтерские и аудиторские фирмы и практикующих аудиторов. В настоящее время ни одна из них не может рассматриваться в качестве явного лидера или организации, которая могла бы стать основой для всероссийской организации. Существующие организации, скорее, осуществляют политическое лоббирование и функции развития бизнеса. Другие существенные функции, такие как участие в разработке и принятии профессиональных стандартов, контроль качества, выпуск и обеспечение выполнения профессиональных правил этики, профессиональное образование и аттестация, реально ими не осуществляются.

Слабости в аудиторской профессии – явное препятствие для внедрения МСФО в России. Последовательное высококачественное применение стандартов отчетности не может быть обеспечено без существенного усовершенствования сферы аудита. Важно улучшение контроля со стороны профессиональных организаций над качеством работы аттестованных аудиторов. Если есть основания для сомнений относительно качества аудита, должен существовать механизм подачи жалоб в орган, регулирующий аудиторскую деятельность, и в профессиональные саморегулируемые организации. Жалобы

(189)

должны быть определенным образом изучены, и по их результатам должны приниматься соответствующие меры, включая санкции.

Сильный аудит поможет улучшить защиту кредиторов и будет гарантировать выполнение стандартов прозрачного и всестороннего раскрытия информации об операциях компаний. Такое раскрытие будет основано на философии «приоритета содержания над формой», что потребует значительного профессионального суждения и будет включать раскрытие информации в областях, являющихся в настоящее время наиболее важными для компаний, – структура собственности, сделки с заинтересованными сторонами.

(190)

Существует насущная потребность в формировании объединенной профессиональной организации, регулирующей аудиторскую деятельность с участием всех заинтересованных сторон. Это обеспечит гарантию того, что профессия удовлетворит ожидания делового сообщества и сформирует саморегулирующийся механизм. Это должна быть саморегулируемая организация, включающая в себя аудиторские фирмы, индивидуальных аудиторов, а также представителей государственных органов – Министерства финансов, ФСФР, Банка России, и других заинтересованных сторон – организаторов торговли на рынке ценных бумаг, представителей инвестиционного сообщества. Членство в этой единой организации должно быть обязательным для всех аудиторских фирм и индивидуальных аудиторов.

Основная роль такой организации – регулирование аудиторской деятельности с целью обеспечения высокого уровня аудиторской профессии, соответствующего потребностям делового сообщества, инвесторов и государства. В функции организации должны входить разработка профессиональных стандартов, установление и контроль за соблюдением норм профессиональной этики, аттестация и обучение аудиторов, контроль качества аудиторских проверок, разработка методических материалов, а также административные и дисциплинарные вопросы.

ОБ АВТОРАХ

Профессор **АЛЕКСАНДР АСТАПОВИЧ**,
советник управляющего директора
компании «Интеррос»

ОКСАНА БЕСТУЖЕВА,
заместитель генерального директора ИК «Горизонт»

ДМИТРИЙ ВАЙНШТЕЙН,
старший менеджер отдела аудита,
Ernst & Young (CIS) Limited

(191)

МАКС ГУТБРОД,
партнер, Baker & McKenzie-CIS Limited

Профессор **ВУЛЬФ ДЕЗЕР**,
старший советник, Baker & McKenzie-Germany

КСЕНИЯ ЛЁВУШКИНА,
юрист, Baker & McKenzie-CIS Limited

ВИТАЛИЙ ПЫЛЬЦОВ,
партнер, Ernst & Young (CIS) Limited

**Корпоративная реформа
и гармонизация корпоративного
законодательства России и ЕС**

(на рус. и англ. яз.) / А. Астапович,
О. Бестужева, Д. Вайнштейн,
М. Гутброд, В. Дезер, К. Лёвушкина,
В. Пыльцов. М., 2006. 192 с.

Дизайн:

Е. А. Корнеев.

Верстка:

Г. В. Зайцева.

Редакторы:

Н. А. Лозинская,

А. А. Трофимов.

Корректор:

С. В. Поварова.

Работа посвящена анализу основных направлений реформирования корпоративного права в России и его гармонизации с законодательством ЕС. Развитие рыночной экономики требует совершенствования законодательных норм в области корпоративных отношений и корпоративного управления. Авторы стремились показать возможности использования европейского опыта в проведении корпоративной реформы в России. В работе особое внимание обращено на то, что реформа должна способствовать улучшению условий предпринимательства в России и расширению ее международного сотрудничества.