

## О БАЛАНСЕ ИНТЕРЕСОВ АКЦИОНЕРОВ ПРИ КОНСОЛИДАЦИИ АКЦИЙ

**А. Ю. БУШЕВ,**

кандидат юридических наук, доцент кафедры коммерческого  
права СПбГУ

**В. Ф. ПОПОНДОПУЛО,**

доктор юридических наук, профессор,  
заведующий кафедрой коммерческого права СПбГУ

Данная статья представляет собой уточненный текст работы авторов, направленной для публикации на английском языке в журнале *Review of Central and East European Law*. Мы признательны главному редактору журнала профессору Вильяму Саймонсу за его содействие в подготовке этой работы.

### ВВОДНАЯ ЧАСТЬ

В последнее время некоторые российские акционерные общества приняли решения о консолидации выпущенных ими акций, в результате чего образовались дробные акции, которые выкупались обществом по рыночной цене. «По решению общего собрания акционеров общество вправе произвести консолидацию размещенных акций, в результате которой две или более акций общества конвертируются в одну новую акцию той же категории (типа)<sup>1</sup>. Так, если коэффициент консолидации составляет «1 новая акция за 3 старых», то акционеры, владеющие 1 и 2 старыми

<sup>1</sup> Пункт 1 статьи 74  
Федерального закона  
«Об акционерных  
обществах».

акциями, новых акций не приобретут, у них образуются дробные акции, соответственно, 1/3 и 2/3 акции. При этом многие акционеры без их согласия были лишены принадлежавших им целых акций и поэтому утратили статус акционера. Правовой предпосылкой для проведения таких сделок стали нормы о консолидации, содержащиеся в пункте 1 статьи 48 и пункте 1 статьи 74 Федерального закона от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 24.05.99, далее — прежний Закон)<sup>2</sup>. Федеральный закон от 07.08.01 № 120-ФЗ<sup>3</sup> (далее — новый Закон, Закон об акционерных обществах) дополнил статью 25 прежнего Закона пунктом 3, в соответствии с которым дробные акции, образующиеся при консолидации, не аннулируются с выплатой компенсации, их владелец сохраняет статус акционера. Дробные акции при этом становятся самостоятельным объектом оборота с наделением их владельца правом требовать выкупа таких акций.

Ряд граждан-акционеров, не согласившись с решением обществ о консолидации и выкупе акций, обращались в прокуратуру, суд и другие государственные органы с соответствующими заявлениями и жалобами. Конституционность норм о консолидации акций была проверена Конституционным Судом РФ. *(Примечание авт. В. Ф. Попондопуло — один из авторов настоящей статьи — выступил в качестве эксперта при рассмотрении дела в Конституционном Суде России. Правовая позиция, изложенная авторами статьи, в целом нашла отражение в Постановлении Конституционного Суда РФ от 24.02.04 № 3-П<sup>4</sup> по делу о проверке конституционности отдельных положений статей 74 и 77 Федерального закона «Об акционерных обществах», регулирующих порядок консолидации размещенных акций акционерного общества и выкупа дробных акций, в связи с жалобами граждан, компании «Кадет Истеблишмент» и запросом Октябрьского районного суда города Пензы. Конституционным Судом признаны не противоречащими Конституции РФ взаимосвязанные положения абзаца 2 пункта 1 статьи 74 и статья 77 Закона об акционерных обществах, согласно которым в случае образования при консолидации дробных акций последние подлежат выкупу компанией по рыночной стоимости, «поскольку эти положения в их конституционно-правовом истолковании предполагают учет прав и законных интересов обладателей дробных акций посредством применения надлежащих юридических процедур и эффективный судебный контроль за решениями, принимаемыми советом директоров (наблюдательным советом) и общим собранием акционеров».)* В обоснование позиции о незаконности консолидации заявители приводили, в частности, следующие аргументы.

Во-первых, говорилось о нарушении конституционных прав, гарантированных статьями 17 и 35 Конституции РФ, выразившемся в лишении права собственности на целые акции без согласия их владельцев и вне судебной процедуры.

Во-вторых, не умаляя того факта, что право на консолидацию акций, а следовательно, частичное ограничение прав акционера по самостоятельному распоряжению принадлежащими ему акциями установлено федеральным законом, заявители полагали, что такое ограничение является несоразмерным.

В-третьих, в поддержку вывода о неконституционности норм о консолидации акций в прежнем законе заявители ссылались на факт изменения законодателем в новом законе правил о консолидации акций посредством допущения в оборот дробных акций. После вступления в силу нового закона в результате консолидации все акционеры сохраняют свой статус, пусть и в усеченном виде, приобретая право на дробную акцию. Утверждалось, что введением в оборот дробных акций, образующихся в результате консолидации, законодатель устранил существовавшую до

<sup>2</sup> Собрание законодательства РФ, 1996, № 1, ст. 1. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 47312.

<sup>3</sup> Собрание законодательства РФ, 2001, № 3 (ч. I), ст. 3423. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 32878.

<sup>4</sup> Собрание законодательства РФ, 2004, № 9, ст. 830. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 46768.

этого и оспариваемую конституционность нормы о консолидации целых акций. Поэтому, во всяком случае, до появления дробных акций, то есть на основании прежнего закона, лишение акционера права собственности на принадлежавшие ему акции должно признаваться незаконным (неконституционным).

В-четвертых, оспаривалась конституционность норм о самих дробных акциях, а следовательно, и норм о консолидации акций в редакции закона, действовавшей как до, так и после введения дробных акций. В обоснование такой позиции приводился аргумент о том, что новая правовая конструкция — дробная акция — не укладывается в понятия действующих в России правовых институтов рынка ценных бумаг, и поэтому использование и защита прав, следующих из дробной акции, фактически невозможны<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> *Ем В. С., Ломакин Д. В.* Новое в акционерном законе о дробных акциях. Вест. Моск. ун-та. Сер. 11. Право. 2002. № 4; *Шапкина Г. С.* Комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» (постатейный). М., 2002. С. 135; *Ткаченко Е.* Правовая природа дробных акций // Рынок ценных бумаг. 2002. № 13.

Рассмотрим приведенные аргументы с точки зрения соответствия политики российского государства в регулировании акционерных отношений объективно развивающимся экономическим процессам. Авторы и ранее обращались к вопросу о защите прав акционеров. В настоящей статье высказывавшиеся подходы развиваются применительно к частному случаю акционерных конфликтов — консолидации акций. Обозначив свою позицию по некоторым общим аспектам акционерного устройства, перейдем к специальному вопросу — допустимости консолидации акций, выкупу в связи с этим дробных акций, как с согласия, так и без согласия их владельцев<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> *Попондопуло В. Ф.* Правовой режим предпринимательства. СПб. 1994; *Попондопуло В. Ф., Бушев А. Ю.* О правовом регулировании предпринимательской деятельности в Швеции // Правоведение. 2000. № 1; *Бушев А. Ю., Скворцов О. Ю.* Акционерное право. М., 1997; *Бушев А. Ю.* Корпоративное управление: на стыке теории и практики // ЭЖ-Юрист. 2003 № 46. *Andrei Bushev, The Theory and Practice of Corporate Governance in Russia // Review of Central and East European Law. Vol. 27. 2001. P. 71—91.*

## 1. ПРАВОВАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКОГО ГОСУДАРСТВА ПО ЗАЩИТЕ ПРАВ АКЦИОНЕРОВ

Не вызывает сомнения необходимость всесторонней защиты прав акционеров, ибо всякое право, лишенное эффективных механизмов защиты, утрачивает свою привлекательность. Курс на защиту прав акционеров обусловлен не только соображениями юридического свойства: актуальность его продиктована и действием экономических законов. Разумный инвестор осуществит вложение своих капиталов в организацию, относительно которой вероятностная оценка окупаемости (возвратности и доходности) инвестиций (в том числе посредством реализации прав акционера) выше, чем у других. Иными словами, инвестор неохотно расстанется со своими капиталами, если он не будет уверен в защищенности своих прав. Неслучайно поэтому российский законодатель, заинтересованный в активизации инвестиционной деятельности, еще на начальных этапах формирования акционерной правовой политики неоднократно провозглашал свою приверженность принципу защиты прав акционеров.

<sup>7</sup> Собрание законодательства РФ, 1995, № 47, ст. 4501. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 39140.

Так, Указом Президента РФ от 18.11.95 № 1157 «О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров»<sup>7</sup> защита прав акционеров от противоправных посягательств и коммерческих рисков, возникающих при осуществлении акционерными обществами предпринимательской деятельности, была названа одним из важнейших направлений государственной политики на финансовом и фондовом рынках РФ (пункт 1). В Законе об акционерных обществах обеспечение защиты прав и интересов акционеров определено как одна из задач принятия Закона (статья 1). В развитие этих положений Указом Президента РФ от 21.03.96 № 408 утверждена Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров<sup>8</sup>, направленная, в частности, на формирование системы нормативных средств, минимизирующих возможность различного рода злоупотреблений при осуществлении акционерами своих прав и удовлетворении интересов. Приведенный ряд документов можно было бы продолжить.

<sup>8</sup> Собрание законодательства РФ, 1996, № 13, ст. 1311. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 28878. Кодекс-инфо. 1996, № 17. С. 22—25.

Важность выявленной направленности правового регулирования акционерных отношений для экономического развития России трудно переоценить. Однако из чего следует исходить законодателю при конкретизации этого принципа и формировании на его основе специфических институтов акционерного права? Для ответа на этот вопрос обозначим прежде всего основные особенности акционерных отношений, существующие объективно и потому значительно влияющие на поведение участников освоения инвестиций в акционерной форме, а следовательно, и на выбор механизмов для защиты их прав.

## 2. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ (ОБЪЕКТИВНАЯ) ОСОБЕННОСТЬ АКЦИОНЕРНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Акционерная организация предпринимательской деятельности, как никакая другая, отличается тем, что затрагивает интересы многих лиц, а не только различных групп акционеров. В акционерном обществе сталкиваются интересы внешних кредиторов и акционеров (внутренних кредиторов); акционеров и менеджмента (в вопросе направления использования чистой прибыли); менеджмента и трудового коллектива и т. д. (стейкхолдеров). Наконец, деятельность компаний может иметь важное социальное значение для большой группы лиц, непосредственно с ней не взаимодействующих. Развиваемая в зарубежной литературе концепция социальной ответственности (партнерства) компании<sup>9</sup> уже находит свое частичное отражение и в российском законодательстве. Например, в главе 9 Федерального закона от 26.10.02 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»<sup>10</sup> устанавливаются многочисленные правовые механизмы, направленные на восстановление градообразующего предприятия, субъектов естественных монополий, то есть компаний, деятельность которых имеет важное социальное значение. Другим примером реакции российского законодателя на концепцию социальной ответственности является Федеральный закон от 11.08.95 № 135-ФЗ (с последующими изменениями) «О благотворительной деятельности и благотворительных организациях»<sup>11</sup>, нацеленный, в частности, на стимулирование благотворительной деятельности коммерческих организаций.

Вклады групп участников освоения инвестиций различаются между собой по объему, по форме, по значению для компании, а также по иным условиям (при сохранении необходимости вкладов каждой группы). Это обстоятельство обуславливает отличие групп по рискованности (вероятности окупаемости их вкладов (удовлетворения потребностей), а следовательно, по стремлению к контролю над использованием вкладов, к доступу ко всем ресурсам или их части. В результате степень и формы взаимодействия между компанией и группами чаще всего не совпадают<sup>12</sup>.

Акционеры, имеющие контрольный пакет акций, могут быть заинтересованы в производственном переоснащении компании, реинвестировании для этих целей дивидендов. *(Примечание авт. Величина контрольного пакета может определяться по-разному, в зависимости от состава акционеров каждой конкретной компании. Максимальный контроль в любой компании обеспечивается при пакете акций, превышающем 75% всех голосов (именно при таком количестве голосов принимается решение об изменениях в уставе, а также по некоторым иным вопросам). Контроль может обеспечиваться и при меньшем количестве акций, находящихся во владении одного акционера. Так, пакет акций, составляющий 50% +1 голосующих акций акционерного общества, позволяет принимать на общем собрании акционеров решения по большинству (но не всем) вопросов деятельности компании (пункт 2 статьи 49 Закона об акционерных обществах). В то же время при*

<sup>9</sup> E.g. Business and Human Rights: Dilemmas and Solutions. Edited by Rory Sullivan. Greenleaf Publishing. 2003.

<sup>10</sup> Собрание законодательства РФ, 2002, № 43, ст. 4190. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 39331.

<sup>11</sup> Собрание законодательства РФ, 1995, № 33, ст. 3340. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 20465.

<sup>12</sup> E.g., Berle, Adolf A.; Means, Gardner C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan; J. Weiner, «The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation», 64 Columbia Law Review 1964, 1458; A. Gamble, Stakeholder Capitalism, Basingstoke 1997; J. McCahery, S. Picciotto, C. Scott, Corporate Control and Accountability, Oxford 1993.

любом голосовании учитываются голоса присутствующих на общем собрании акционеров. Возможна, разумеется, ситуация, когда в собрании принимают участие не все акционеры. В таком случае решение принимается и при наличии меньшего, чем «50% +1» от общего числа голосов. Поэтому при определенных условиях (например, когда акционеры фактически не участвуют в управлении акционерным обществом) контроль над компанией может быть установлен даже при наличии меньшего пакета акций, чем «50% или 75% +1».

<sup>13</sup> Федеральный закон от 24.02.04 № 5-ФЗ. Собрание законодательства РФ, 2004, № 11, ст. 913. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 46918.

Кроме того, в соответствии с изменениями, внесенными 24.02.04 в Закон об акционерных обществах<sup>13</sup>, выборы членов совета директоров (наблюдательного совета) любого акционерного общества осуществляются после 17.03.04 кумулятивным голосованием, устанавливается количественный состав совета — не менее пяти членов. Ранее кумулятивный порядок голосования применялся только в акционерных обществах с числом акционеров более 1000 или если такое голосование устанавливалось уставом, а количественный состав для большинства компаний произвольно определялся уставом либо решением общего собрания акционеров. Новый порядок голосования позволяет акционерам, не имеющим «контрольного» пакета, избирать в состав совета хотя бы одного «своего» представителя, что, учитывая значение совета в управлении компанией, усложняет контроль над ней со стороны одного акционера (аффилированной группы). Таким образом, крупные акционеры используют имущественный комплекс акционерного общества для реализации его предпринимательской цели, для включения соответствующего предприятия в определенный производственный цикл. Акционеры же, не имеющие контрольного пакета, а тем более владеющие единичными акциями, скорее предпочтут получить дивиденды. Между тем чаще всего каждая из названных групп важна для компании.

С учетом названных, а также иных обстоятельств в любом акционерном обществе потенциально существует конфликт интересов различных участников процесса освоения инвестиций, в том числе между большинством и меньшинством акционеров. Объективно обусловленное состояние скрытого или явного конфликта характерно для акционерных обществ на всех этапах их развития<sup>14</sup>. Причина постоянного конфликта интересов в акционерном обществе видится в действии экономического закона и поведении человека, желающего максимизировать свою личную выгоду в условиях ограниченных ресурсов<sup>15</sup>. Стороной конфликта, конечно же, могут быть и представители стейкхолдеров.

В то же время имеется и ряд факторов, которые должны способствовать объединению потенциально конфликтующих групп акционеров, несмотря на различия в их интересах и в видении способов удовлетворения этих интересов.

Любой приобретатель акции прежде всего имеет общий по своей природе интерес — имущественный (при сохранении отличий в способах его удовлетворения в зависимости от имеющегося контроля). Общий интерес основан, во-первых, на намерении каждого в последующем возратить вложенные средства, а во-вторых, получить соответствующую компенсацию или вознаграждение за предоставленный акционерному обществу «кредит». Удовлетворение этого интереса достигается через реализацию акционером соответствующих имущественных прав (на дивиденд, на ликвидационную квоту, на получение рыночной стоимости акции при ее выкупе обществом и др.). Поэтому компания обычно является источником удовлетворения потребностей (интересов), единым (общим, но не обязательно единственным) для разных групп лиц. Это обстоятельство объективно обуславливает необходимость бесконфликтного взаимодействия соответствующих групп не только с компанией, но и между собой.

<sup>14</sup> Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве. СПб, 1898; Рилка О. Драгнева, Вильям Б. Саймонс. Пересмотр корпоративного управления: можно ли с помощью концепции сторон, заинтересованных в результатах деятельности компании, избежать «дикого» капитализма в Восточной Европе? // Цивилистические записки: Межвузовский сборник научных трудов. Выпуск 2. М., Екатеринбург. 2002. С. 464—487).

<sup>15</sup> Ричард А. Позднер. Экономический анализ права. В 2-х томах. Перевод с англ. Том. 1. СПб, 2004. С. 3—13.

Что же касается корпоративных прав, то они являются средством обеспечения удовлетворения имущественного интереса, поскольку позволяют акционеру участвовать в контроле и направлении деятельности акционерного общества (должника) по формированию и определению условий соответствующего имущественного обязательства (права). Приобретая акцию, акционер имеет определенный имущественный интерес, удовлетворение которого осуществляется посредством надления акционера имущественными правами требования. Неимущественные права акционера — права участия — в свою очередь призваны обеспечивать возникновение и исполнение в отношении акционера имущественных обязанностей акционерного общества<sup>16</sup>.

Кроме того, в акционерном обществе имущественный интерес акционера удовлетворяется как непосредственно — через осуществление акционером принадлежащих ему прав — так и опосредованно, через деятельность самого акционерного общества, участником которого акционер является. Чем более прибыльным и конкурентоспособным будет акционерное общество, тем полнее будут удовлетворяться интересы всех участников процесса освоения инвестиций. В условиях рыночных отношений прибыльность обычно складывается из двух составляющих — расходов и доходов. Она будет тем выше, чем меньше расходы и больше доходы. Поэтому в конечном итоге все группы акционеров и стейкхолдеров должны быть заинтересованы в снижении расходов и в повышении доходов акционерного общества (конечно же, достижение цели снижения расходов следует планировать с учетом перспектив развития компании. Дополнительные расходы могут как раз оказаться необходимыми, для того чтобы, например, повысить инвестиционную привлекательность компании и привлечь благодаря этому более «дешевые» кредиты).

С учетом сказанного полагаем, что одна из основных, если не главная, задач акционерного законодательства — это обеспечение баланса указанных интересов в целях поддержания устойчивости и жизнеспособности акционерного общества в целом. В то же время в поиске баланса интересов законодателью следует стимулировать (активизировать) различные группы инвесторов, создавая у них уверенность в защищенности своего имущественного интереса. Однако, если законодатель будет безмерно защищать интересы мелких акционеров, это приведет к сворачиванию предпринимательских интересов общества. И наоборот, чрезмерное удовлетворение предпринимательского интереса приведет к сокращению интереса мелких акционеров в инвестировании общества, возможно ослаблению его инвестиционной привлекательности.

Следует, кроме того, учитывать, что, устанавливая баланс интересов различных групп лиц, правопорядок, действующий как в России, так и за рубежом, закрепляет не только равную защиту всех групп акционеров, но и допускает умаление интересов одних в пользу других. Умаление интересов, правда, возможно только при соблюдении некоторых общих принципов. Например, Всеобщая декларация прав человека от 10.12.48 устанавливает, что «при осуществлении своих прав и свобод каждый человек должен подвергаться только таким ограничениям, какие установлены законом исключительно с целью обеспечения должного признания и уважения прав и свобод других и удовлетворения справедливых требований морали, общественного порядка и общего благосостояния в демократическом обществе».

По вопросу об ограничении прав в акционерных отношениях Конституционный Суд РФ в Постановлении от 18.07.03 № 14-П<sup>17</sup> отметил, что «регулируя посредством гражданского законодательства предпринимательскую деятельность коммерческих организаций, в том числе акционерных обществ, федеральный законодатель обязан учитывать, что воз-

<sup>16</sup> Бушев А. Ю. *Акции по законодательству Российской Федерации*. Автореф. дисс. канд. юрид. наук. СПб, 1997.

<sup>17</sup> Российская газета, № 150, 29.07.03. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 43509.



возможные ограничения федеральным законом прав владения, пользования и распоряжения имуществом, а также свободы предпринимательской деятельности и свободы договоров, исходя из общих принципов права, должны отвечать требованиям справедливости, быть адекватными, пропорциональными, соразмерными и необходимыми для защиты конституционно значимых ценностей, в том числе прав и законных интересов других лиц»).

Одним из посылов указанного допущения является соображение о том, что в ряде случаев приоритет коллективного или публичного интереса над индивидуальным в конечном итоге приводит к удовлетворению и индивидуального частного интереса. Прав судья Конституционного Суда России Г. А. Гаджиев, отмечая, что «индивидуальная свобода сегодня мыслима только в кооперации с другими носителями основных прав. Подобное осуществление основных прав предполагает введение личности в сложный процесс принятия решений и в конкретные организационные формы. В качестве примера можно привести права корпораций в области акционерной собственности. В такого рода организационных структурах индивидуальное решение, а затем и конституционная свобода осуществляются посредством согласования»<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Гаджиев Г. А. Защита основных экономических прав и свобод предпринимателей за рубежом и в РФ. М., 1995. С. 16.

<sup>19</sup> Собрание законодательства РФ, 2002, № 31, ст. 3161. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 37848.

Конституционный Суд РФ в Постановлении от 22.07.02 № 14-П<sup>19</sup> обратил внимание на то, что положения закона, «определяющие порядок голосования и принятия решений на заседании объединения кредиторов, направлены на выявление и согласование общих интересов кредиторов данной кредитной организации. Принятие решения большинством голосов всех кредиторов с учетом принадлежащих им сумм имущественных требований — демократическая процедура, не противоречащая принципу равенства прав всех участников гражданско-правовых отношений (пункт 1 статьи 1 ГК РФ), который является проявлением конституционного принципа равноправия». Этот подход следует распространить и на согласование различных изъявлений воли акционеров.

<sup>20</sup> Hollington Robin. *Minority Shareholders' rights*. 3<sup>rd</sup> edition. London. Sweet&Maxwell. 1999. P. 1.

В зарубежной доктрине подчинение меньшинства решению большинства признается фундаментальным принципом деятельности любой взаимозависимой группы, в том числе акционеров<sup>20</sup>.

### 3. УЧЕТ ИНТЕРЕСОВ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП АКЦИОНЕРОВ

**К**аков баланс интересов акционеров, из чего следует исходить при его установлении, чьи права наиболее подлежат усиленной защите?

Было бы заблуждением считать, что большинство акционеров обычно подавляет меньшинство, и поэтому меньшинство как более слабую сторону акционерных отношений следует защищать от большинства. Ведь известно, что к злоупотреблению правами бывает склонен не только крупный акционер, но и «слабое» меньшинство.

<sup>21</sup> Нарышкина Р. Л. Акционерное право США (правовое положение предпринимательских корпораций США). Учебное пособие. М., 1978. С. 33—34; Сыродоева О. Н. Акционерное право США и России. М., 1996. С. 73—80. Активизация меньшинства акционеров наблюдается в последнее время и в России. См. об этом в литературе, указанной ниже в сносках 22 и 23.

Многочисленны случаи, когда миноритарные акционеры (не обладающие контрольным пакетом) буквально не дают акционерному обществу «передохнуть» от заявляемых ими требований. В таких случаях уместно ставить вопрос о защите большинства от «терроризма» меньшинства. Известно, например, «изобретение» нескольких американских миллионеров, которые сформировали свое состояние на том, что приобретали акции различных корпораций, а затем, выявив в их документах и деятельности хоть какие-то юридические погрешности, предъявляли судебные иски. Корпорация вынуждена была идти на мировую и выплачивать «хитроумным» акционерам значительные компенсации, которые, разумеется, не могли не подточить активы корпорации, влияя тем самым на права других акционеров<sup>21</sup>. Активность некоторых миноритарных акционеров рассматривается многими как весьма

существенный дополнительный риск, снижающий инвестиционный и коммерческий потенциал компании<sup>22</sup>.

В такой ситуации уже следует защищать интересы компании (а следовательно, и всех акционеров), а также интересы большинства акционеров от нападков меньшинства<sup>23</sup>.

#### 4. ПОПЫТКА ДОКТРИНАЛЬНОГО ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЗНАЧИМОСТИ ПРАВА АКЦИОНЕРА И ДОПУСТИМОСТЬ УМАЛЕНИЯ ОТДЕЛЬНЫХ ПРАВ

**В**опросы защиты прав акционеров, соотношения интересов большинства и меньшинства, наделения этих групп определенными правами давно исследуются в юридической литературе. В конце XIX — начале XX веков немецкие ученые активно разрабатывали теорию деления прав акционеров на неотъемлемые и отъемные.

В 1874 году немецкий ученый Лабанд (Laband) полагал, что неотъемлемые права — это те права, которых акционер не может быть лишен по постановлению общего собрания. Неотъемлемость прав, признанных таковыми по закону, покоится на публично-правовых началах и поэтому не может быть уничтожена в уставном порядке. Скорее, устав может присвоить неотъемлемость правам, которые не являются таковыми по закону. Если ни в уставе, ни в законе неотъемлемые права в качестве таковых не названы, то выявление их вызывает понятную теоретическую и практическую трудность. Кроме того, немецкие ученые искали ответ, пробуя различать членские права, принадлежащие акционеру в пределах корпорации, с одной стороны, и по отношению к корпорации — с другой (Stobbe), или же общеполезные права и права, установленные в личном интересе акционеров (Oertmann)<sup>24</sup>.

Другие считали неотъемлемыми права, нарушение которых противоречило бы основным принципам акционерного права, в частности принципу равноправия (Stanb), или же цели общества (Fischer). По мнению же Лехманна (Lehmann), неотъемлемы те членские права, которые для «среднего» акционера имеют такое значение, что без них он не вступил бы в общество. Классификация при этом ставится в зависимость от толкования воли «среднего» «разумного» лица, приобретающего акции, а не каждого конкретного акционера. В конечном итоге единый критерий, устраивавший всех названных германских исследователей, выработан не был, и разрешение всякой конкретной ситуации свелось к субъективному восприятию судьей деловых обычаев и обыкновений, разумности и целесообразности.

Не остались в стороне от поиска критерия прав, неотъемлемых от акционера, и отечественные цивилисты. Например, П. А. Руднев выделяет (хотя и под сильным влиянием немецкой литературы) права «натуральные» (имманентно присущие акционерам как участникам акционерного общества) и права «случайные»<sup>25</sup>. П. Н. Гуссаковский, анализируя аналогичные проблемы, отмечал: «Корпоративное устройство акционерных обществ несомненно налагает на отдельных акционеров обязанность подчиняться решениям общего собрания даже и в том случае, когда это решение не соответствует их личным взглядам и намерениям. Тем не менее они обязаны таким подчинениям по отношению к тем лишь решениям общего собрания, которые постановлены в пределах Закона и устава по делам акционерного общества, как юридического лица, и нисколько не затрагивают прав, лично принадлежащих отдельным акционерам»<sup>26</sup>. В случае нарушения таких прав, по мнению П. Н. Гуссаковского, «каждый акционер не только не обязан подчиняться постановлению общего собрания, но и вправе требовать его отмены и возмещения причиненных ему убытков». Однако какой-либо критерий

<sup>22</sup> Сваровский Ф. Опасность для инвестора // Ведомости. 2002. 25 июня. Такой деятельности миноритарных акционеров по отношению к акционерному обществу даже присвоен специальный термин — «гринмейл» (см. Кидрякин А. А. Корпоративный шантаж (гринмейл) и методы борьбы с ним // Современное право. 2002. № 5; Осинковский А. Д. Акционер против акционерного общества. СПб, 2003).

<sup>23</sup> Гололобов Д. В. Акционерное общество против акционера. Противодействие корпоративному шантажу. М., 2004.

<sup>24</sup> Краткий обзор дискуссии, а также ссылки на немецкие источники см.: Вольф В. Ю. Основы учения о товариществах и акционерных обществах. М., 1927. С. 132—136.

<sup>25</sup> Руднев П. А. Анализ прав и обязанностей акционеров. М., 1927. С. 5.

<sup>26</sup> Гуссаковский П. Н. Вопросы акционерного права // Журнал Министерства юстиции. 1915. Октябрь, ноябрь, декабрь. С. 55.



ранжирования решений собрания акционеров на общекорпоративные и индивидуальные. П. Н. Гуссаковским предложен не был. Научкой и законодателем разных стран предпринимались и иные, пока не вполне успешные, попытки классификации и определения прав акционеров с целью выявления тех из них, которых акционер без его согласия лишен быть не может<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Ломакин Д. В. Акционерное правоотношение. М., 1997; Защита и обеспечение прав акционеров / Сост. Т. М. Медведева. М., 1998.

Вероятно, такое обилие мнений как зарубежных, так и приведенных российских ученых можно, в частности, объяснить тем обстоятельством, что в акционерном обществе объединяются самые различные интересы (имущественные и неимущественные, предпринимательские и непредпринимательские, публичные и частные и т. д.). Носители и представители этих интересов могут нуждаться в различной степени государственной защиты. Использование же теста «среднего», «разумного» лица страдает своей усредненностью. Поэтому вряд ли вообще возможно говорить об объективно существующем критерии, который позволил бы однозначно и достоверно определить степень субъективной значимости (отсутствие ее) для каждого из акционеров тех прав, которыми они наделены. Отсутствие объективных критериев не исключает, однако, возможности их законодательного установления для целей реализации определенных направлений правовой политики государства.

## 5. СОВРЕМЕННАЯ АКЦИОНЕРНАЯ ПРАВОВАЯ ПОЛИТИКА: ДОПУСТИМОСТЬ УМАЛЕНИЯ ПРАВ АКЦИОНЕРОВ

На наш взгляд, современная правовая политика может допускать умаление прав одних лиц в пользу других для решения определенных значимых задач, о чем мы еще будем говорить далее. Эта позиция подтверждается, в частности, и мнением Конституционного Суда РФ, выраженным в Определении от 06.12.01 № 255-0 об отказе в принятии к рассмотрению жалобы нескольких граждан на нарушение их конституционных прав статьей 80 Закона об акционерных обществах<sup>28</sup>. Конституционный Суд пояснил, что «положение статьи 19 (часть первая) Конституции Российской Федерации «все равны перед законом и судом» означает, что при равных условиях субъекты права должны находиться в равном положении. Если же условия не являются равными, федеральный законодатель вправе установить для них различный правовой статус. <...> Предоставление дополнительных правомочий акционерам акционерных обществ с числом владельцев обыкновенных акций более одной тысячи обусловлено необходимостью антимонопольного регулирования процессов перераспределения власти».

<sup>28</sup> Вестник Конституционного Суда РФ, 2002, № 2. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 36523.

При регулировании акционерных отношений, однако, как законодателем, так и самим акционерным обществом (большинством акционеров) должны приниматься во внимание интересы всех участников акционерных отношений. Правовое направление, ставящее своей целью учет интересов всех участников соответствующих отношений при их регулировании, имеет глубокие корни, получив теоретическое обоснование в работах Р. Иеринга.

<sup>29</sup> Гаджиев Г. А. Конституционные принципы рыночной экономики. М., 2002; Курбатов А. Я. Сочетание частных и публичных интересов при правовом регулировании предпринимательской деятельности. М., 2001; Дедов Д. И. Соразмерность ограничения свободы предпринимательства. М., 2002.

На необходимость учета интересов частных лиц при формировании и применении правовых норм неоднократно обращал внимание и Конституционный Суд РФ<sup>29</sup>. Такая необходимость диктуется, во-первых, признанием важности вклада и взаимозависимостью каждой группы участников процесса освоения инвестиций именно в акционерной форме предпринимательства и, во-вторых, направленностью правового регулирования, провозглашенной в Конституции РФ — уважение прав и свобод частных лиц. «При определении правового положения акционерных обществ как участников гражданского оборота и пределов осуществления ими своих

прав и свобод законодатель обязан обеспечивать баланс прав и законных интересов акционеров и третьих лиц, в том числе кредиторов»<sup>30</sup>. Из чего следует при этом исходить?

Необходимость учета интереса всех акционеров и стейкхолдеров не означает, что все они должны непременно наделяться равными правами (то есть равной возможностью требовать от других лиц в отношении себя одинакового поведения). Дело в том, что и сам индивидуальный интерес, принадлежащий конкретным акционерам, может не совпадать, например, по своему объему. Кроме того, удовлетворение определенного интереса (в том числе отличающегося по объему) может иметь большее публичное значение, чем удовлетворение иного интереса. Поэтому права групп акционеров, которыми они наделяются для удовлетворения интереса, могут различаться по своему содержанию, срокам осуществления и т. д. Важно, однако, чтобы в конечном итоге удовлетворение каждого законного интереса акционера было обеспечено через наделение пусть даже и разными правами.

<sup>30</sup> Постановление Конституционного Суда РФ от 18.07.03 № 14-П // Собрание законодательства РФ, 2003, № 30, ст. 3102.

## 6. ОСНОВНОЙ ИНТЕРЕС АКЦИОНЕРА

Общим, как уже отмечалось, для любой группы акционеров является наличие определенного имущественного (экономического) интереса. Называя этот интерес в качестве основного, мы исходим из того, что было бы разумно и типично для большинства представителей той либо иной группы, а не для каждого конкретного акционера. Правовая политика должна быть направлена прежде всего на удовлетворение этого «родового» (основного) интереса акционера, а именно интереса имущественного (экономического) через признание и защиту соответствующих прав.

Применение упомянутого выше критерия «среднего» «разумного» лица в отношении всех вместе взятых групп акционеров хоть и не решает задачи определения единого критерия, однако способствует, на наш взгляд, выявлению направления правовой политики. Единый для всех интерес должен быть обеспечен государственной защитой, независимо от принадлежности акционера к той либо иной группе. Между тем формы такой защиты могут различаться.

Но как быть, если интерес частного лица (индивидуального акционера) умалется в пользу публичного интереса или интереса большинства, например в целях развития экономики посредством допущения концентрации акционерного капитала или в целях долгосрочного снижения расходов на обслуживание акционеров (содержание реестра акционеров, созыв общего собрания, выявление «живых» акционеров и т. д.)? Умаление интересов может выражаться в возложении дополнительных обязанностей, в более затратном перераспределении рисков, запрете совершать определенные действия... Умаление частного интереса в пользу публичного возможно, например, в целях защиты интересов: а) третьих лиц, непосредственно не заинтересованных в деятельности сторон конкретных правоотношений; б) лиц, взаимодействующих с лицом (группой лиц), чьи права и интересы ограничиваются; в) индивидуального частного лица от собственных ошибок<sup>31</sup>.

Как в этом случае защитить имущественный интерес «потерпевшего»?

В настоящее время в России многие акционерные холдинги переходят на так называемую единую акцию, когда дочерние компании утрачивают статус юридического лица и «переводятся» в филиалы материнской фирмы. В результате объединения активов компаний повышаются капитализация и ликвидность имущества, управляемость бизнесом, приобретаются иные конкурентные преимущества. Например, банки активнее предоставляют кредиты таким обновленным компаниям для развития.

<sup>31</sup> См.: Rilka O. Dragneva, William B. Simons. Rights, Contracts and Constitutional Courts: The Experience of Russia / Human Rights in Russia and Eastern Europe. Edited by Ferdinand Feldbrugge and William B. Simons. 2002. P. 38 и т. д.

<sup>32</sup> Постановление ЕСПЧ по делу Лисгоу против Объединенного Королевства от 8 июля 1986 г., Постановление по делу Аккус против Турции от 9 июля 1986 г., Постановление по делу Карбонара и Вентура против Италии от 30 мая 2000 г. // Старженецкий В. В. Россия и Совет Европы: право собственности. М., 2004. С. 70—74; The European System for the Protection of Human Rights / Edited by McDonald, Matscher, Petzold. Dordrecht, 1993. P. 525).

<sup>33</sup> Постановление от 16.05.2000 № 8-П по делу о проверке конституционности отдельных положений пункта 4 статьи 104 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» в связи с жалобой компании «Timber Holdings International Limited» // Собрание законодательства РФ, 2000, № 21, ст. 2258. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 27207.

<sup>34</sup> Этот вопрос неоднократно исследовался юридической наукой (см.: Агарков М. М. Проблема злоупотребления правом в советском гражданском праве // Известия АН СССР. Отделение экономики и права. 1946. № 6. С. 427; Братусь С. Н. О пределах осуществления гражданских прав // Правоведение. 1967. № 3. С. 82; Иоффе О. С., Грибанов В. П. Пределы осуществления субъективных гражданских прав // Сов. государство и право. 1964. № 7. С. 77; Емельянов В. И. Разумность, добросовестность, незлоупотребление гражданскими правами. М., 2002).

<sup>35</sup> Иоффе О. С. Юридические нормы и человеческие поступки // Актуальные вопросы советского гражданского права. М., 1964. С. 25.

При установлении прав акционера необходимо исходить из имущественной природы его интереса. Иными словами, акционеру должна быть предоставлена возможность требовать от акционерного общества такого активного поведения, в результате которого имущественная сфера акционера расширялась бы, он мог бы получать от акционерного общества новое имущество (в виде дивидендов, ликвидационной квоты, дополнительных акций и т. п.). Ясно, что чем большими средствами рисковал акционер, предоставляя «кредит» акционерному обществу, тем больше в сравнении с другими акционерами должно в последующем возвратить ему акционерное общество.

Но чем же измерять имущественный интерес, в том числе для сравнения его с интересом других акционеров? Имущественные права акционера оборотоспособны (более ликвидны в сравнении с аналогичными правами, не облеченными в форму ценной бумаги, — правами участника общества с ограниченной ответственностью, правами участника простого товарищества и др.). Возможность реализации акции обычно является дополнительным стимулом для вложения средств именно в акционерную форму ведения бизнеса.

Следовательно, будучи оборотоспособными, имущественные права, воплощенные в акцию, и соответствующий имущественный интерес акционера в любой момент могут быть оценены в денежном эквиваленте. Поэтому в случае умаления прав акционера в пользу публичного или коллективного интереса его имущественный интерес может быть удовлетворен ничуть не в меньшей степени, однако иным способом: выплатой соразмерной денежной компенсации. Выплата соразмерной компенсации отнесена Европейским Судом по правам человека к одному из основных принципов, соблюдение которых необходимо при установлении баланса публичных и частных интересов, при ограничении или лишении права собственности частного лица<sup>32</sup>.

В статье 35 Конституции РФ говорится о предварительном и равноценном возмещении в случае изъятия частного имущества для государственных нужд. Конституционным Судом РФ уточнено также, что компенсация должна быть разумной и соразмерной<sup>33</sup>. Думаем, что аналогичный подход должен быть применен и для отношений между частными лицами (различными группами акционеров) в случаях, когда государство устанавливает возможность изъятия имущества одних лиц в пользу других.

## 7. ПРЕДЕЛЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ПРАВА АКЦИОНЕРА ДЛЯ УДОВЛЕТВОРЕНИЯ СВОЕГО ИНТЕРЕСА

Исследование вопроса о соотношении интересов большинства и меньшинства акционеров немислимо без обращения к теоретической проблеме установления пределов осуществления права<sup>34</sup>, включая право большинства на принятие решений, не всегда угодных меньшинству, и право меньшинства на обращение за судебной защитой. Ведь и не всякое осуществление даже установленного законом права подлежит защите.

Так, в соответствии с пунктом 1 статьи 9 ГК РФ граждане и юридические лица по своему усмотрению осуществляют принадлежащие им гражданские права, включая права акционера. Однако недопустимо осуществление права исключительно с намерением причинить вред другому лицу (например, в виде лишения или ограничения его права голоса), а также злоупотребление правом в иных формах (пункт 1 статьи 10 ГК РФ).

Не все то, что не запрещено законом, дозволено, но и дозволено не только то, что прямо разрешено законом<sup>35</sup>. Где же тот предел, за которым осуществление права превращается в злоупотребление правом?

В свое время А. М. Гуляев, акцентируя внимание на том, что «всякое право предполагает границы, определяющие меру свободы», в качестве таких границ, хотя и весьма нечетких, определял только закон и права других лиц<sup>36</sup>. О. С. Иоффе считал, что «под пределами осуществления гражданских прав нужно понимать пределы, вытекающие из их целевого назначения»<sup>37</sup>.

Пытаясь установить такие границы, В. П. Грибанов писал: «Вопрос о наличии или отсутствии злоупотребления правом может быть решен прежде всего в зависимости от соотношения между санкционированным законом общим **т и п о м** (выдел *авт.*) возможным поведением управомоченного лица и тем его конкретным поведением, которое он предпринимает в целях реализации субъективного права»<sup>38</sup>. «Злоупотребление правом есть особый тип гражданского правонарушения, совершаемого управомоченным лицом при осуществлении им принадлежащего ему права, связанный с использованием недозволённых конкретных форм в рамках дозволенного ему законом общего типа поведения»<sup>39</sup>.

С учетом этих рассуждений можно сделать вывод, что поведение акционера (носителя акционерного права) должно оцениваться исходя из цели деятельности (интереса, мотивов) «среднего» добросовестного и разумного акционера, учитывающего права и интересы других лиц, включая компанию в целом. Поэтому не подлежит защите такое осуществление права контролирующим акционером, при котором он, принимая решение на общем собрании акционеров, не учитывает интересы как компании в целом, так и других акционеров. Например, следует принимать в расчет, что расходы компании по выплате компенсации акционерам, права которых умалены, должны быть экономически оправданы с точки зрения состояния, в котором компания окажется после исполнения решения, с учетом расходов, связанных с компенсацией, возможными судебными издержками по искам меньшинства и т. п. (*Примечание авт.* Интересным является судебное дело, известное в начале века как «Дело о подставных акционерах». В конце 1901 года контролирующие акционеры для формирования удобного им состава правления поначалу реализовали принадлежавшие им акции «подставным» лицам, а затем «выкупили» эти акции. Такие действия и решение общего собрания акционеров в части избрания директоров были признаны недействительными. Как отметил суд, контролирующие акционеры воспользовались своими правами «не с целью — как бы следовало по закону и естественному чувству человеческой справедливости, — упорядочения дел банка в интересах общественных, а, как показала последующая их (ответчиков. — *Авт.*) банковская деятельность, в личных, корыстных целях»<sup>40</sup>.)

## 8. ОГРАНИЧЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ ПРАВОМ

Итак, осуществление установленного законом права акционера должно признаваться надлежащим только в том случае, если при этом учитываются права и интересы других лиц. Кроме того, если право и интерес другого лица все же умалются, то ему должна предоставляться равноценная компенсация. Но было бы наивным рассчитывать на то, что каждый в своем поведении будет этим правилам следовать. Поэтому для повышения защиты прав всех акционеров необходимо создать такие процедуры, которые бы понуждали принимающих и исполняющих соответствующие решения лиц учитывать указанные интересы, а при необходимости и предоставлять соответствующую компенсацию.

<sup>36</sup> Гуляев А. М. Русское гражданское право: Обзор действующего законодательства, кассационной практики Правительствующего Сената и проекта Гражданского уложения. Пособие к лекциям. СПб, 1913. С. 170.

<sup>37</sup> Иоффе О. С. Советское гражданское право. М., 1967. С. 311.

<sup>38</sup> Грибанов В. П. Пределы осуществления и защиты гражданских прав. М., 1972. С. 34.

<sup>39</sup> Там же. С. 53.

<sup>40</sup> Снегирев Л. О. Подставные акционеры. Процесс акционеров Харьковского земельного банка с гг. Рябушинскими и Корневым. М., 1904.

<sup>41</sup> Comparative Corporate Governance. Essays and Materials. Edited by Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch. Berlin; New York: de Gruyter. 1997.

<sup>42</sup> Грачева М. Развитие британских стандартов корпоративного управления: доклад Хиггса / Журнал. Управление компанией. 2004. № 6. P. 231.  
Ralph D. Ward. Improving Corporate Boards. The Boardroom Insider Guidebook. John Wiley&Sons, Inc. 2000.

<sup>43</sup> Международное коммерческое право. Учебное пособие / Под ред. В. Ф. Попондопуло. М., 2004. Гл. 14.

<sup>44</sup> См. ниже раздел 10.

Право зарубежных государств по-разному определяет механизмы принятия решений органами управления компанией<sup>41</sup>. Мировым сообществом предпринимались неоднократные попытки сближения акционерного права, в том числе по вопросам защиты прав акционеров. (Наиболее авторитетные исследования представлены в отчетах правительственных комиссий различных государств: доклад Кэдбюри 1992 г. о финансовых аспектах корпоративного управления, доклад Руттемана 1994 г. о внутреннем контроле и финансовой отчетности, доклад Гринбюри 1995 г. о вознаграждении членов совета директоров, доклад Хэмпеля 1998 г. о фундаментальных принципах корпоративного управления, доклад Тернбулла 1999 г. о системе внутреннего контроля, доклад Майнерса 2001 г. об институциональных инвесторах, доклад Смита 2003 г. о комитете совета директоров по аудиту, доклад Хиггса 2003 г. о роли неисполнительных директоров<sup>42</sup>.) В настоящее время результатом такой работы является нормативное регулирование преимущественно по территориальному принципу. Иллюстрацией этого являются директивы ЕС о компаниях, Модельный Гражданский кодекс, принятый государствами — участниками СНГ, и др.<sup>43</sup>

Отсутствие к настоящему моменту единообразного международного регулирования может быть объяснено множеством причин политического, экономического и юридического характера, в частности объективно обусловленными различиями (порой существенными) в экономическом устройстве акционерного капитала, состоянием инфраструктуры фондового рынка и т. д.<sup>44</sup> Между тем о наметившихся тенденциях регулирования в глобальном международном масштабе можно судить по документам рекомендательного характера, принятым международными организациями.

Речь идет прежде всего об общих принципах корпоративного управления. Как уже отмечалось, объективно существующие особенности акционерных отношений таковы, что для удовлетворения своего имущественного интереса определенные лица злоупотребляют своим положением, не учитывают интересы других участников процесса освоения инвестиций. Для создания системы «сдержек и противовесов», обеспечивающих определенный баланс интересов различных групп, ограничивающих их в возможности злоупотребления правом, мировой практикой опробованы различные внутриорганизационные механизмы, процедуры, принципы принятия решений и контроля за их исполнением.

Обеспечение действия указанных механизмов нередко осуществляется с применением силы государства. Обычно компании, внедрившие рекомендуемые процедуры принятия решений органами управления, обладают более высокой инвестиционной привлекательностью. Средняя наценка, которую инвесторы готовы платить за акции компаний с высоким уровнем корпоративного управления в России, составляет 38% (McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002).

Отрадно и то, что многие российские компании начинают все больше осознавать актуальность корпоративного управления для усиления их конкурентного положения на рынке (A Survey of Corporate Governance Practices in Russia's Regions, International Finance Corporation (RCGP) and Independent Directors Association, 2003).

Полагаем, что структура управления компанией и процедура принятия в ней решений должны быть организованы таким образом, чтобы максимально учитывать интересы всех групп акционеров, а также иных заинтересованных лиц, участвующих в процессе освоения инвестиций. Поэтому неслучайно, на наш взгляд, эффективное корпоративное управление возможно, в частности, только при своевременном и полном раскрытии



информации, касающейся принимаемого решения, всем лицам, интересы которых такое решение может затронуть.

Примечательно, что многие принципы принятия эффективного решения и контроля над их исполнением, в том числе принцип полного, достоверного и своевременного раскрытия информации, применяются не только в коммерческих организациях. Эти принципы наиболее востребованы в организациях с множеством лиц, имеющих несовпадающие интересы (государственное управление, управление международной организацией и др.). Чем выше вероятность возникновения конфликта в таких организациях, тем интенсивнее рассматриваемые принципы подлежат внедрению в деятельность органов управления, принимающих значимое для всех участников решение<sup>45</sup>.

Другим (но не последним) примером «особых процедур» является требование об определенных этапах принятия решения (время и форма предоставления информации, механизмы подготовки проекта решения, условия его обсуждения, доведения до заинтересованных лиц, контроль за исполнением и т. п.).

Необходимость эффективного раскрытия информации и обмена ею объясняется и экономической теорией транзакционных издержек<sup>46</sup>. В ряде случаев применение процедуры «электронного голосования» может способствовать снижению расходов по получению и обмену информацией между компанией, акционерами и иными заинтересованными лицами, следовательно, повышению эффективности процесса принятия значимого для всех решения. Международные стандарты корпоративного управления сформулированы, например, в Принципах корпоративного управления ОЭСР, Положении о Рациональных деловых нормах и корпоративной практике ЕБРР, Основных принципах корпоративного управления Евроакционеров 2000. Подходы, выработанные мировым сообществом, нашли отражение в Кодексе корпоративного поведения как рекомендательном документе ФКЦБ РФ<sup>47</sup>.

Вместе с тем само по себе наличие в компании «передовых» процедур принятия решения ни о чем не говорит. Ведь они должны быть не только обозначены «на бумаге», но и реально осуществляться на практике, а в необходимых случаях корректироваться.

Для поддержания бесперебойного действия указанных «механизмов и процедур», контроля за их осуществлением необходима сила, внешняя и беспристрастная по отношению как к акционерному обществу, так и к соответствующим заинтересованным лицам. На действия рынка как объективного регулятора экономических законов здесь уповать не приходится. Так, если акционерное общество не будет выплачивать конкурентное вознаграждение своим работникам, то вряд ли ему удастся привлечь квалифицированный персонал. Систематическое нарушение прав акционеров или наличие у компании значительных задолженностей перед кредиторами может отпугнуть инвестора. Одних лишь экономических законов в качестве регулятора поведения всех заинтересованных лиц явно недостаточно. Необходим аппарат принудительного воздействия на лиц, обеспечивающих функционирование «механизмов и процедур».

Полагаем, что современное состояние конкуренции на товарном и фондовом рынках России едва ли позволяет надеяться на эффективное действие «фильтра конкуренции», поддерживаемой сторонниками Армена Алчяна, «логики естественного отбора», правила «адаптации экономической системы к окружающей среде»<sup>48</sup>. Наша оценка степени влияния законов конкуренции в России на поведение участников экономических отношений, в том числе на акционеров, базируется на том, что экономика России, находясь в «переходном периоде», лишь только еще начинает

<sup>45</sup> Бушев А. Ю. Публичный порядок в сфере международного торгового оборота / Международное торговое право. Учебное пособие / Под ред. В. Ф. Попондопуло. 2004. Гл. 2.

<sup>46</sup> *Thrainn Eggesson. Economic Behavior and Institutions. Cambridge University Press. 1990.*

<sup>47</sup> Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России / Под ред. И. В. Костикова. М.: Экономика. 2003 // [www.ecgn.org](http://www.ecgn.org); [www.corporate-governancecode.de](http://www.corporate-governancecode.de); [www.ifc.org/rcgp](http://www.ifc.org/rcgp). Подбор информации по зарубежному и международному праву осуществлен при содействии Международной финансовой корпорации, члена группы Всемирного банка, в рамках проекта «Корпоративное управление в России», осуществляющего на безвозмездной основе внедрение передовой практики корпоративного управления в деятельность российских организаций (IFC, a member of the World Bank Group, [www.ifc.org/rcgp](http://www.ifc.org/rcgp)).

<sup>48</sup> *Alchian, Armen A. (1950). Uncertainty, Evolution and Economic Theory // Journal of Political Economy 58 (No. 3, June); Moe, Terry M. (1984). The New Economics of Organization // American Journal of Political Science 28 (No. 4): 746—747.*



усваивать основные положения законов конкуренции. Действие их является весьма ограниченным.

Некоторые авторы видят необходимость более активного использования преимуществ конкурентной среды не только в экономике, но и в нормотворческой деятельности государства<sup>49</sup>. Учитывая, что законодательство России во многом построено по германской модели, заслуживают, по нашему мнению, внимания выводы ряда германских ученых о воздействии государственного регулирования на развитие экономики. Они, в частности, полагали, что для формирования системы рыночных институтов необходимо «упорядывающее начало», некая сила, которая способна установить и поддержать соблюдение правил игры на рынке. Такой силой может стать только государство<sup>50</sup>. Носителем такой внешней силы выступает публичная власть, устанавливающая правила, исполнение которых при принятии решений, затрагивающих интересы множества лиц, является обязательным (требования о раскрытии информации, о порядке формирования органов управления акционерным обществом, о введении единых стандартов финансовой отчетности и др.). К сожалению, следует признать, что и сама организация публичной власти далека от совершенства и допускает злоупотребления со стороны представителей государства. Недобросовестное поведение государственных чиновников порой способствует злоупотреблениям отдельных лиц в компаниях, а следовательно, умалению интересов других участников освоения инвестиций (акционеров, стейкхолдеров).

Деятельность многих крупных компаний влияет на удовлетворение интереса, имеющего публичное значение (градообразующие организации, монополисты и т. п.). Для защиты этого интереса государство устанавливает дополнительные средства воздействия и контроля (государственная регистрация, разрешение на совершение некоторых сделок, поддержание общедоступной системы раскрытия информации и т. п.). Беспристрастность при оценке эффективности функционирования «процедур и механизмов» обеспечивается также предоставлением возможности обращения за защитой своего права в суд.

Таким образом, поиск баланса интересов различных групп акционеров и стейкхолдеров компании обеспечивается установлением определенных правил и процедур принятия компанией решений, возможности контроля их исполнения со стороны незаинтересованных лиц, включая государство.

Разумеется, трудно представить такие механизмы и процедуры, которые были бы одинаково эффективны для любой компании, независимо от сферы, масштабов и иных условий ее деятельности. Идеальных и совершенных моделей быть не может (достаточно вспомнить о нашумевших корпоративных скандалах компаний «Энрон», «Уолдком», «Пармалат», «Артур Андресен» и др.). Однако система должна быть сконструирована таким образом, чтобы в процессе ее функционирования любое лицо имело возможность заявить о своем интересе с целью его учета. **(Примечание авт.** *Вновь хотелось бы подчеркнуть необходимость скорейшего внедрения в деятельность компаний новых электронных технологий, позволяющих оптимизировать процесс обмена информацией между акционерами и стейкхолдерами по поводу значимых для них решений. Одной из таких технологий, уже применяемой в России, является использование общедоступных Интернет-сайтов компании с целью размещения на них информации по вопросам корпоративного управления, поддержания форумов и т. д.*)

Кроме того, следует обратить внимание на то, что в условиях рыночных отношений публичная власть не должна оценивать содержательную сторону решения, принятого с соблюдением действующих требований. Например, учтены ли и в какой мере все экономические составляющие

<sup>49</sup> Howell E. Jackson, Eric J. Pan. Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 — Part 1 // 56 Bus. 653(2001); Roberto Romano. The Need for Competition in International Securities Regulation / A working paper // Yale School of Management. 2001; The Advantage of Competitive Federalism in Securities Regulation. USA. 2002; Roger Van den Bergh. Regulatory competition or harmonization of laws? Guidelines for the European regulator / The economics of harmonizing European law. Edited by Alan Marciano, Jean-Michel Josselin. Great Britain. 2002.

<sup>50</sup> См. обзор основных позиций: Гутник В. Политика хозяйственного порядка в Германии. М., 2002; Теория хозяйственного порядка. «Фрайбургская школа» и немецкий неолиберализм. М., 2002. С. 111.

последствий принятого решения? При таком подходе предпринимательская инициатива будет парализована. Публичная власть при оценке принимаемых решений должна обращать внимание на наличие и соблюдение в акционерном обществе «механизмов и процедур», применение которых неминусом должно было бы привести к учету интересов других лиц.

●●● Показательным является американский судебный прецедент *Smith v. Van Gorkum*. Компания «Транс Юнион» получила предложение о приобретении акций по «очень выгодной» цене, превышающей рыночную на 50%. Решение об акцепте было утверждено советом директоров компании и большинством голосов ее акционеров. Между тем несколько акционеров обратились в суд с иском к директорам компании, ссылаясь на то, что «цена хоть и выгодная, но могла бы быть еще выше». Суд не стал оценивать саму цену. Однако он обязал директоров выплатить в пользу компании и акционеров 23 млн долларов США, мотивируя тем, что директорами при принятии решения об одобрении сделки и ее рекомендации собранию акционеров не были соблюдены некоторые разумные процедурные требования. Если бы эти требования были соблюдены, то не исключено, что интересы компании и ее акционеров были бы удовлетворены наилучшим образом<sup>51</sup>.

<sup>51</sup> 488 A. 2d 858. Del. Supr. 1985.

<sup>52</sup> Брауде И. Акционерные общества и товарищества в торговле и промышленности. М., 1926. С. 4. По сути, этот уважаемый российский ученый обосновал целесообразность применения в России некоторых приведенных выше достижений немецкой правовой школы. См. сноску 24 выше.

С учетом сказанного следует в целом согласиться с мнением И. Брауде о законодательных мерах защиты прав акционеров по двум направлениям. Еще в середине 20-х годов минувшего столетия он считал, что, во-первых, необходимо выработать механизм принятия максимально взвешенных решений, учитывающих по возможности интересы каждого акционера. Во-вторых, «недовольный» акционер должен получить возможность выхода из общества с оплатой последним стоимости акций<sup>52</sup>.

## 9. ОГРАНИЧЕНИЕ ПРАВ АКЦИОНЕРА И СПРАВЕДЛИВОСТЬ

Какой бы совершенной ни казалась процедура принятия решения, сколь ни была бы прибыльна и социально ориентирована деятельность компании в результате его реализации или сколь полно ни удовлетворялся бы типовой имущественный интерес всех участников освоения инвестиций, включая предоставление соразмерной компенсации, всегда найдется недовольный. Вряд ли возможно конструирование совершенной системы, устраивающей всех. А ведь права и свободы каждого человека являются высшей ценностью; они определяют смысл, содержание и применение законов (статьи 2, 18 Конституции РФ). Будет ли справедливым по отношению к недовольному лицу законодательный подход, при котором акционера не устраивает неполучение того, на что он первоначально рассчитывал, приобретая акции (например, акционер рассчитывал на удовлетворение не только имущественного, но и социального интереса, или же размер выплачиваемой компенсации не кажется ему адекватным)? На данный вопрос следует ответить утвердительно — при соблюдении требований законодательства и иных приведенных выше условий ограничение прав акционера в пользу других лиц будет справедливым, в частности, по следующим причинам.

Во-первых, необходимо учитывать, что акционерное общество — это особая организационно-правовая форма коммерческой организации. При учреждении акционерного общества или приобретении его акций учредителям (акционерам) необходимо сознавать, какие у них возникают в связи с этим права и обязанности. В частности, акционер должен (и может) знать о возможных последствиях владения малым коли-

чеством акций, включая возможные ограничения его прав в пользу иных лиц, поскольку это прямо предусмотрено Законом об акционерных обществах. Иначе говоря, лицо, сознающее указанные последствия, что презюмируется, но приобретающее малое количество акций, самоограничивает себя. Акционер изначально дал свое согласие на возможное перераспределение рисков в пользу других акционеров, когда он приобретал акции и становился участником соответствующего акционерного общества.

<sup>53</sup> Вестник ФКЦБ России, 2000, № 4. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 27570.

Этот аргумент может быть подкреплён ссылкой на Определение Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-0<sup>53</sup>, в котором суд обратил внимание на то, что акционер, приобретая акции, заранее был осведомлен о возможном доступе других акционеров к информации о приобретателе. Приобретатель акции, таким образом, соглашается с тем, что акционеры, владеющие более 1% акций, могут затребовать информацию от держателя реестра об имени другого акционера, количестве, категории и номинальной стоимости принадлежащих ему ценных бумаг.

Во-вторых, акционеру предоставляется возможность сверить свои представления о соразмерности компенсации, о соблюдении направленной на учет его интересов процедуры принятия решения с лицом, внешним по отношению к компании, к другим акционерам. Акционер вправе обратиться в суд.

Применим теперь приведенные выше общие подходы регулирования акционерных отношений к специальному вопросу консолидации.

## 10. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ УМАЛЕНИЯ ИНТЕРЕСОВ МЕНЬШИНСТВА В ПОЛЬЗУ БОЛЬШИНСТВА АКЦИОНЕРОВ

**И**меются ли объективные экономические предпосылки, оправдывающие введение российским законодателем норм о консолидации акций, потенциально ограничивающих права меньшинства акционеров в пользу интересов иных лиц?

Разумеется, не вызывает сомнения необходимость развития российского фондового рынка, призванного способствовать притоку инвестиций в российскую экономику. Это можно делать, следуя американскому варианту (стимулируя мелких инвесторов) или германскому (рассчитывая на стратегических инвесторов).

Американский вариант можно рассматривать лишь как цель, которую российский законодатель решил преследовать, введя в настоящее время, в частности, правила о праве на дробную акцию.

Однако в условиях, когда не было и нет развитой инфраструктуры фондового рынка и, по существу, невозможно было обеспечить эффективную реализацию и защиту прав множества мелких акционеров (инвесторов), разумно было развивать этот рынок силами ограниченного числа крупных стратегических инвесторов (по германской модели).

<sup>54</sup> Шевченко И. Г. Стратегический анализ рынка акционерного капитала в России. М., 2001; Merrit B. Fox, Michael A. Heller. Lessons From Fiascos in Russian Corporate Governance / University of Michigan Law School. William Davidson Institute. Paper No 99-012 // available at <http://papers.ssrn.com>.

Фактически же российский фондовый рынок находился и до сих пор находится в очень узких границах, определяемых активностью стратегических инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>54</sup>. В поддержку этих лиц и строились правила прежнего Закона о консолидации, аннулировании образовавшихся дробных акций, правила, способствовавшие концентрации капиталов, привлечение стратегических инвесторов, вкладывающих собственный и привлеченный капитал и стремящихся управлять компанией, контролировать ее деятельность. Можно предположить, что через поддержку стратегических инвесторов законодатель, вероятно, замыслил удовлетворить публичный интерес по привлечению крупных капиталов в экономику России в целом.

В то же время нельзя отрицать, что защищенность прав меньшинства акционеров имеет важное значение для развития экономики. Уверенность каждого, независимо от размера вклада в уставный капитал акционерного общества, в полном удовлетворении своего интереса (прежде всего имущественного) имеет множество положительных последствий. Назовем лишь некоторые из них.

Во-первых, состояние защищенности инвестора приведет к развитию рынка ценных бумаг, который составит конкуренцию размещению капиталов в учреждениях банков.

Во-вторых, доверие инвесторов к размещению средств в акционерной форме позволит привлечь дополнительные капиталы в развитие производства («реального сектора экономики»).

В-третьих, диверсификация акционерного капитала среди множества лиц (инвесторов) будет оказывать более дисциплинирующее воздействие на менеджеров компании, что должно повысить эффективность их работы.

В-четвертых, наличие в компании множества акционеров должно позволить уменьшить риск злоупотребления своим положением со стороны контролирующих акционеров<sup>55</sup>.

Между тем, на наш взгляд, очевидно, что действие всех этих механизмов возможно только при наличии развитой инфраструктуры рынка ценных бумаг (фондовых бирж, профессиональных участников рынка ценных бумаг и т. д.). Не менее важным условием является наличие эффективной судебной системы, реально независимой и от других ветвей власти, и от бизнеса<sup>56</sup>.

Думаем, что Россия еще далека от выполнения этих условий. Поэтому путь к диверсификации акционерного капитала не должен быть поспешным. В противном случае результат может быть скорее негативным, чем позитивным. Так, распыление акций среди населения в процессе приватизации к ожидаемому результату не привело. Акции ведущих российских предприятий были вскоре скуплены по ценам ниже рыночных у неподготовленных российских акционеров — граждан и концентрируются в настоящее время у ограниченного круга лиц. Последние, в основном, и контролируют действие экономических законов.

<sup>55</sup> John C. Coffee, Jr., *Starting from Scratch: The Legal and Institutional Steps to Viable Securities Markets in Transition Economies* // *Review of Central and East European Law*. Vol. 27. 2001.

<sup>56</sup> B. Black, R. Kraakman, J. Hay, *Corporate Law from Scratch / Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Volume 2. Budapest 1996. 245 ff.; B. Black, R. Kraakman, A. Tarassova, *Russian Privatisation and Corporate Governance: What Went Wrong?*. 52 *Stanford Law Review*. 2000, 1731—1808.

## 11. РЕАКЦИЯ РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЯ НА ОБЪЕКТИВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЯ ПРАВ МЕЖДУ ГРУППАМИ АКЦИОНЕРОВ ПРИ КОНСОЛИДАЦИИ АКЦИЙ

Новый Закон, на наш взгляд, служит ярким примером изменения позиции законодателя в отношении баланса интересов двух групп акционеров: 1) крупных акционеров, являющихся стратегическими инвесторами, определяющими вектор развития акционерного общества, его предпринимательские интересы; 2) миноритарных акционеров.

В соответствии с прежним Законом не допускалось существование дробных акций. В случае их образования при консолидации размещенных акций они подлежали выкупу обществом по рыночной стоимости. Таким образом, законодатель обеспечивал прежде всего интересы крупных стратегических акционеров и в конечном счете — акционерного общества как коммерческой организации, субъекта предпринимательской деятельности.

Среди интересов миноритарных акционеров законодатель выделил и обеспечил основной интерес — имущественный — посредством выплаты справедливой (рыночной) стоимости акций. Другие права акционера — неимущественные (право на участие в управлении) — являлись по сути номинальными, не имевшими серьезного практического значения. Поэтому законодатель ими пренебрег, не исключая при этом возможности их компенсации при определении размера выкупной цены.

В новом Законе прямо предусмотрена возможность существования дробной акции, которая наделяет ее владельца правами, предоставляемыми акцией соответствующей категории (типа), в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет (пункт 3 статьи 25 Закона об акционерных обществах). Таким образом, законодатель, с некоторым ущербом для интересов крупных акционеров и акционерного общества в целом как предпринимателя, посчитался и с номинальными правами мелких акционеров, их правом собственности на акции со всеми вытекающими из этого возможностями. Более того, любой акционер теперь не только сохраняет свое участие в акционерном обществе, но и ему предоставлено право требовать выкупа обществом принадлежащих ему дробных акций, образовавшихся в результате внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава общества в новой редакции, ограничивающих его права, если он голосовал против принятия соответствующего решения или не принимал участия в голосовании (пункт 1 статьи 75 Закона об акционерных обществах).

Какая из позиций законодателя, выраженная им в прежнем или в новом законах, более предпочтительна? На наш взгляд, та, которая была выражена в прежнем Законе, не допускавшая существования дробных акций, поскольку она в большей степени отражала объективно происходившие в экономике процессы. Как уже отмечалось, миноритарный акционер имеет известные права лишь номинально. Реализуя такие права, ни миноритарный акционер, ни тем более владелец дробной акции не могут эффективно удовлетворять свой, как имущественный, так и неимущественный, интерес: неразумно всерьез рассчитывать на изменение курсовой разницы (становление российского фондового рынка находится пока на начальном этапе, а котировка лишь нескольких компаний картину не меняет); они не могут требовать выплаты дивидендов или рассчитывать на ликвидационную квоту (решение принимается большинством голосов, концентрированных, как правило, у аффилированных между собой лиц); не могут они и реально управлять обществом (влиять на принимаемые общим собранием решения). Сохранение статуса акционера за владельцами дробных акций не повлечет, на наш взгляд, тех положительных последствий, которые обычно возникают в случае диверсификации капитала среди множества лиц.

Введение права на дробные акции по новому Закону стало бесполезным не только для развития фондового рынка, но и для самих акционеров: права акционеров — владельцев дробных акций не стали более реальными, чем были. Интересы же крупных акционеров, являющихся стратегическими инвесторами, и акционерных обществ вследствие введения права на дробные акции существенно задеты. Владельцы дробных акций составляют в известном смысле «балласт» компании, сдерживающий ее развитие. *(Примечание авт. Возможно, введение дробной акции явилось реакцией законодателя на необходимость учета субъективного социального риска акционера. Однако вновь подчеркиваем, что эта мера является односторонней, неэффективной, а на современном этапе для экономики в целом даже и вредоносной. Как уже отмечалось, защита прав меньшинства акционеров и, следовательно, извлечение положительных экономических последствий от диверсификации акционерного капитала должны носить комплексный характер. Представляется, что начать следовало бы с налаживания работы судебной системы. Комплексный характер должны иметь и сами законодательные изменения. Так, например, едва ли сохранение статуса акционера за владельцем дробной акции достигнет желаемой цели без адекватного изменения законодательства о слияниях и поглощениях.)*

Во-первых, явно увеличиваются расходы на ведение реестра акционеров, в котором учитываются и владельцы дробных акций, усложняет-

ся управление обществом (временные и материальные затраты на уведомление акционеров, проведение собраний, подсчет голосов, ответы на запросы и т. п.). Уровень этих расходов чаще всего несоизмеримо выше, чем фактические вклады («кредиты») многих индивидуальных акционеров.

Во-вторых, в результате введения права на дробные акции не учитываются риски, которые, как известно, несет тот, кто принимает решения, то есть крупный акционер, являющийся стратегическим инвестором, определяющим развитие общества. Действительно, акционерное общество — это организационно-правовая форма предпринимательства. В условиях известного конфликта интересов, объективно существующего между крупными акционерами (стратегическими инвесторами) и мелкими акционерами, решения на общем собрании акционеров принимаются голосами крупных акционеров. Они вкладывают средства и вправе рассчитывать на эффективность их вложения, они рискуют и должны иметь возможность контролировать риски. Говоря о большем риске, мы имеем в виду риск объективный, определяемый в зависимости от размера вклада в общее дело. Кто больше вложил, тот больше теряет в случае неудачного бизнеса, хотя и приобретает при его успешности. В социально ориентированном государстве следует, однако, учитывать не только риск объективный, но и риск субъективный. Так, индивидуальный акционер может вложить в акционерное общество и потерять все свои сбережения (например, 1000 USD), в то время как для акционера — крупной компании, утрата средств в абсолютном выражении даже в 10 раз больше (10000 USD) может остаться и незамеченной.

Законодатель, закрепляя баланс интересов, должен учитывать эти обстоятельства, обеспечить этот интерес крупных акционеров.

Владение на праве частной собственности дробными акциями, образовавшимися при консолидации акций общества, затрагивает права и интересы других лиц, поэтому, полагаем, оно может быть ограничено федеральным законом в той мере, в какой это необходимо в целях защиты прав и законных интересов этих лиц, как это и предусмотрено частью третьей статьи 55 Конституции РФ. Выше было показано, что право на дробные акции, являясь лишь номинальным правом, усложняет деятельность акционерного общества; ущемляет законные интересы крупных акционеров, являющихся стратегическими инвесторами и рискующими эффективностью своих вложений; создает помехи в становлении развивающейся экономики страны в целом.

Разумеется, нельзя игнорировать интересы меньшинства. Если это владельцы целой акции, они в полной мере пользуются правами, предоставленными им акционерным законодательством. Владельцы же дробных акций должны, на наш взгляд, удовлетвориться справедливой компенсацией стоимости их дробных акций. Думаем, что все же существовавший до введения дробных акций правовой механизм, как с точки зрения процедуры, так и с точки зрения существа вопроса, в случае консолидации вполне гарантировал интересы меньшинства акционеров и балансировал их с интересами крупных акционеров и общества в целом.

## **12. ОСОБЕННОСТИ ПРОЦЕДУРЫ УЧЕТА ИНТЕРЕСОВ МЕНЬШИНСТВА ПРИ КОНСОЛИДАЦИИ АКЦИЙ**

**У**чет интересов меньшинства и по прежнему закону, и по новому закону осуществлялся законодателем не только предоставлением права на справедливую компенсацию. Законодателем предусмотрена процедура принятия решения о консолидации и ее осуществления как гарантия минимизации злоупотреблений со стороны крупных акционеров.



Элементами такой процедуры, в частности, являются:

1) обязательное предварительное информирование всех акционеров о повестке общего собрания, на котором будет решаться вопрос о консолидации, причем уведомление должно быть направлено «каждому лицу, указанному в списке лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, заказным письмом, если уставом общества не предусмотрен иной способ направления этого сообщения в письменной форме, или вручено каждому из указанных лиц под роспись, либо, если это предусмотрено уставом общества, опубликовано в доступном для всех акционеров общества печатном издании, определенном уставом общества» — часть третья пункта 1 статьи 52 Закона об акционерных обществах;

2) возможность принятия решения только по предложению совета директоров (пункт 3 статьи 49 Закона об акционерных обществах. Уставом общества применение этого правила может быть исключено);

3) участие в голосовании на очном или заочном собрании акционеров;

4) возможность судебного обжалования решения и др.

Предусмотрены механизмы контроля и со стороны государства:

1) государственная регистрация выпуска новых акций, образующихся в процессе консолидации, отчета об их размещении; 2) государственная регистрация изменений в уставе и др.

Само по себе изменение позиции законодателя в вопросе дробных акций, аннулирование их по прежнему Закону и введение в оборот по новому не может быть аргументом в пользу неконституционности правил о консолидации, предусмотренных прежним Законом.

Законодатель нередко, реагируя на изменяющиеся социально-экономические условия, меняет механизм регулирования акционерных отношений. Свидетельством тому служат также изменения соответствующих норм налогового законодательства, законодательства о банкротстве, приватизационного законодательства и т. д.

Эту мысль можно проиллюстрировать и еще одним примером из истории развития российского акционерного права. В соответствии с пунктом 39 Положения об акционерных обществах, утвержденного постановлением Совета Министров РСФСР № 601 от 25.12.90<sup>57</sup>, общее собрание акционеров вправе было простым большинством голосов уменьшить уставный капитал посредством аннулирования части акций. При этом в отличие от аналогичной нормы ранее действовавшего союзного Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью (пункты 44, 61), утвержденного постановлением Совмина СССР № 590 от 19.06.90<sup>58</sup>, в российском Положении не уточнялось, может ли аннулирование иметь место только в отношении акций, находящихся в распоряжении акционерного общества, в том числе в результате их выкупа у акционеров. Буквальное толкование упомянутого пункта 39 допускало вывод о том, что аннулирование могло иметь место и в отношении тех акций, которые были размещены среди акционеров.

### 13. ПРАВОВАЯ ПРИРОДА ДРОБНОЙ АКЦИИ

Считая, с точки зрения правовой политики, преждевременным введение в России в 2001 году института дробной акции, необходимо все же определиться с его правовой природой дробной акции. Признавая целесообразность дальнейшего совершенствования правовой конструкции дробной акции, полагаем, что она вполне уместается в существующем понятийном аппарате. Так, дробная акция соответствует по своей правовой конструкции наиболее близкому к ней институту — ценной бумаге.

<sup>57</sup> СП РСФСР, 1991, № 6, ст. 92. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 39.

<sup>58</sup> СП СССР, 1990, № 15, ст. 82. КонсультантПлюс: ВерсияПроф, б/н — 19.

Ценная бумага, как известно, служит средством оптимизации оборота имущественных прав требования. «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении» (пункт 1 статьи 142 ГК РФ). Повышение циркуляции имущественных долгов достигается через укрепление доверия участников соответствующих правоотношений (прежде всего нового кредитора) не только к действительности долга, но и к его осуществимости.

Наличие ценной бумаги, конечно же, само по себе не может заменить воплощенную в ней ценность, однако указанная бумага повышает оценку вероятности получения ценности в сравнении с другими видами доказательств управомоченности.

Вероятность эта повышается за счет снижения в основном юридических рисков, возникающих при взаимодействии кредитора (обладателя права требования) и должника (обладателя «истинной ценности»). При отказе должника от добровольного исполнения использование ценной бумаги повышало шансы кредитора на успех в споре с должником, в случае если бы кредитор прибег к помощи государства, требуя принудительного исполнения. Ценная бумага облегчала жизнь и должнику, ограждая его от необоснованных притязаний кредитора.

Материально-правовое содержание ценной бумаги состоит в правах требования, обладающих определенными свойствами. Процессуально-правовое (формальное) содержание ценной бумаги заключается в том, что она является особым доказательством — документом (способом фиксации информации о праве), составляемым как в документарной, так и в «бездокументарной» (электронной) форме.

Для обеспечения доказательственной силы особого документа (способа фиксации информации о субъективном праве) объективным правом устанавливаются правила создания, хранения, учета и движения этого документа и прав на него. Доказательственная сила ценной бумаги укрепляется и посредством ограничения определенным образом возражений должника, которые он вправе заявить новому кредитору.

С учетом сказанного законодатель волен облечь в форму ценной бумаги любое право, обладающее известными свойствами. Тем более это не возбраняется в отношении прав акционеров.

Поэтому материальное содержание дробной акции как специфической ценной бумаги состоит в установленном законом наборе прав, составляющих долю от прав акционера.

Формальное содержание дробной акции заключается в том, что она представляет собой особый документ (исполняемый в настоящее время, как правило, в электронном виде). Возможность решать правовую судьбу такого документа, использовать его способствует реализации материального содержания дробной акции (воплощенных в ней прав).

Квалификация дробной акции как специфической (хотя и новой акционерной, корпоративной) ценной бумаги, то есть объекта гражданского (коммерческого) права, осуществлена законодателем через указание на «акцию». Обращение дробных акций подчинено правилам об обращении акций (пункт 3 статьи 25 Закона об акционерных обществах).

Аргумент о неделимости ценной бумаги мог бы быть применен к традиционным (бумажным) ценным бумагам с точки зрения их формального содержания, ибо деление ценной бумаги — бумажного документа — приводило к уничтожению его целостности, а следовательно, и доказательственной силы. Но для ценной бумаги — как особого права — выделение отдельных прав в качестве самостоятельных объектов оборота допус-

калось и ранее. Достаточно вспомнить в связи с этим правила оборота дивидендных купонов или частей двойного складского свидетельства. В таких случаях, как и для дробной акции, происходит оборот особых прав, удостоверяемых отдельным документом.

Учитывая изложенное, конструкция дробной акции, на наш взгляд, с точки зрения позитивного права не противоречит действующему законодательству, однако она не соответствует правовой политике, которой в современных экономических условиях должен придерживаться российский законодатель. В связи с этим мы поддерживаем предложение одного из комитетов Госдумы РФ об отказе от института дробных акций<sup>59</sup>. В то же время считаем необходимым как можно скорее более четко закрепить в законе процедуру и условия определения выкупной цены.

<sup>59</sup> Известия, 15.07.04.

#### 14. ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ РЕГУЛИРОВАНИЯ КОНСОЛИДАЦИИ АКЦИЙ

**И**меются ли образцы регулирования консолидации и выпуска дробных акций в акционерном праве развитых стран, на опыт которых, возможно, ориентируется российский законодатель?

На наш взгляд, институт консолидации акций в акционерном праве развитых стран имеет такое же предназначение, как и в акционерном праве России, а именно — сокращение расходов по управлению обществом, упрощение управления обществом. Могут различаться механизмы и последствия концентрации акций.

Например, в США фондовый рынок наиболее диверсифицирован, ориентирован на самых разных инвесторов (мелких, средних, крупных), которые посредством брокеров приобретают и отчуждают акции, играя на разнице их курсовой стоимости. Законодательство США исходит из принципа: чем больше акционеров, тем лучше; недовольные «голосуют ногами» (то есть попросту продают свои акции на фондовом рынке). В соответствии с акционерным правом США требование о номинальной стоимости акций вообще отменено. Тем самым американский законодатель снимает значение доли участия акционера в уставном капитале корпорации, делая акцент на объеме прав акционера. Между тем в США при образовании дробных акций владельцы получают денежную компенсацию в размере стоимости одной акции, получившейся в результате консолидации.

В Германии фондовый рынок ориентирован на концентрацию капитала в руках крупных акционеров. Законодательство исходит из принципа: чем меньше мелких акционеров, тем лучше; используется механизм аннулирования дробных акций и выкупа «утративших силу акций» (см.: Акционерный закон Германии от 6 сентября 1965 года<sup>60</sup>: § 8 — «акции неделимы»; § 9 — «на меньшую, чем номинальная, сумму акции выпускать не разрешается»; § 69 — «если одна акция предоставляется нескольким правомочным лицам, то они могут осуществлять право из акции только через общего представителя»; § 73 — если номинальная сумма акций уменьшается для уменьшения уставного капитала общества, акции могут быть объявлены утратившими силу; § 213 — права по одной новой акции могут осуществляться лишь в том случае, если долевые права, составляющие вместе полную акцию, объединены в одних руках; § 226 — общество может объявить утратившими силу акции, которые не достигают числа, необходимого для замены их новыми акциями. Объявление акций утратившими силу происходит посредством публикации в изданиях общества). Очевидно, такой механизм был заложен и в прежнем российском акционерном законодательстве.

<sup>60</sup> Германское право. Часть 2. Торговое уложение и другие законы: перевод с немецкого / Серия: современное зарубежное и международное частное право. — М. 1996.

В Великобритании консолидация возможна, но только если при этом не образуются дробные акции, а вот в Японии в соответствии с Коммерческим кодексом: в случае если при консолидации акций образуются дробные акции, то они подлежат аннулированию<sup>61</sup>.

Иностранное право является также еще одной иллюстрацией мысли о необходимости учета интересов основного акционера по получению им полного контроля над компанией. Законодательству многих стран известен правовой механизм (squeeze-out — «выдавливание»), при котором акционер, приобретший определенный пакет акций, вправе требовать от других акционеров, в том числе и принудительно, продажи ему принадлежащих им акций<sup>62</sup>. Примечательно, что «выдавливание» поддерживается также публичной властью стран, чья экономика позволяет диверсифицировать уставной капитал, расплывать его среди множества лиц. Разумеется, как мы уже отмечали, реализация права выкупа акций у других акционеров должна сопровождаться соблюдением процедуры определения рыночной цены<sup>63</sup>.

В заключение вновь хотелось бы выразить поддержку обоснованности позиции, высказанной Конституционным Судом РФ в вышеупомянутом Постановлении от 24.02.04. На наш взгляд, нормы законодательства о консолидации акций (как отмененные, так и действующие) соответствуют Конституции РФ и не нарушают конституционное право частной собственности акционеров.

<sup>61</sup> *Аболонин Г.* Дробные акции — практические последствия для рынка // Рынок ценных бумаг. 2002. № 13.

<sup>62</sup> *Патрик А. Гохан.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Перевод с англ. М., 2004. С. 32; German Corporate Law in Constitutional Perspective: The Squeeze-Out Reviewed // German Law Journal Vol. 2. No 2-1. February, 2001.

<sup>63</sup> *Виктор Плескачевский.* Нигде, кроме России, у акционеров нет таких прав. Русский фокус. 19 июля 2004 г.

