

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

*А.А. Яковлев, Ю.С. Симачев, Ю.А. Данилов*

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ  
В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ:  
ДО И ПОСЛЕ КРИЗИСА**

Препринт WP1/2010/02  
Серия WP1

Институциональные проблемы  
российской экономики

Редактор серии WP1  
«Институциональные проблемы  
российской экономики»  
А.А. Яковлев

Я47 Яковлев А.А., Симачев Ю.С., Данилов Ю.А.  
**Корпоративное управление в российских компаниях: до и после кризиса\***: Препринт WP1/2010/02. – М.: Издательский дом Государственного университета – Высшей школы экономики, 2010. – 68 с.

В данной работе проанализированы проблемы и новые вызовы для корпоративного управления, выявившиеся в контексте глобального экономического кризиса 2008–2009 гг. Показаны причины постепенного накопления неэффективности крупных корпораций, действующих на глобальных рынках. Охарактеризованы специфические особенности корпоративного управления в России накануне кризиса, общая реакция на кризис со стороны фирм (модели поведения) и со стороны правительства (направленность антикризисных мер). Подробно рассмотрены действия фирм и правительства в сфере корпоративного управления, предпринятые в ответ на кризис. В Заключении сформулированы рекомендации для экономической политики.

УДК 005.7  
ББК 65.290-2

\* Данная работа подготовлена в рамках Программы фундаментальных исследований Государственного университета – Высшей школы экономики (ГУ ВШЭ). Авторы признательны за высказанные замечания и комментарии Я.Ш. Паппэ, Л.М. Фрейнкману, Р.И. Капелюшникову, И.А. Розинскому, Т.Г. Долгопятовой, Г.И. Колесникову, А.В. Верникову.

Препринты Государственного университета – Высшей школы экономики размещаются по адресу: <http://new.hse.ru/C3/C18/preprintsID/default.aspx>

© Яковлев А. А., 2010  
© Симачев Ю. С., 2010  
© Данилов Ю. А., 2010  
© Оформление. Издательский дом  
Государственного университета –  
Высшей школы экономики, 2010

Сегодня уже очевидным является тот факт, что одной из причин кризиса стала существенная неэффективность крупных корпораций, которые долгое время принимали на себя избыточные риски и скрывали неудачные результаты реализуемых ими проектов. Эта неэффективность проявилась не только в России, а во всем мире. Именно поэтому анализ последствий кризиса для развития корпоративного управления в России необходимо проводить с учетом глобального и национального контекста.

В этой логике в данной работе будут рассмотрены:

- ключевые проблемы в сфере корпоративного управления, с которыми столкнулись глобальные компании на мировых рынках;
- специфические особенности корпоративного управления в России накануне кризиса;
- общая реакция на кризис со стороны фирм (модели поведения) и со стороны правительства (направленность антикризисных мер);
- как эта реакция проявлялась в сфере корпоративного управления.

В Заключении будут выделены некоторые следствия для экономической политики.

### Глобальный контекст: противоречия «идеальной модели»

Мировой финансово-экономический кризис 2007–2009 гг. выявил существенные слабости сложившихся в последние десятилетия экономических институтов. Институт корпоративного управления также оказался не адекватен реальностям современной экономики. Эта неадекватность, на первый взгляд, проявляется, прежде всего, в формировании *ложных стимулов корпоративного развития*. Формирование таких стимулов происходило в силу ряда причин.

В частности, произошло углубление «агентской проблемы» – традиционного противоречия между преимущественно краткосрочны-

ми интересами менеджеров и долгосрочными интересами собственников-акционеров. Нарастание этой проблемы проявлялось в относительном падении эффективности и накоплении рисков в деятельности крупнейших международных компаний, причем такое падение эффективности и такие риски были не видны для внешних инвесторов, что создавало иллюзию стабильности и общего снижения рисков в экономическом развитии. Считается, что механизмы, обеспечивавшие углубление данного противоречия, были весьма разнообразны: это и система стимулирования менеджеров, и система расчета достаточности собственного капитала и/или безопасности уровня долговой нагрузки, и система риск-менеджмента, организация работы совета директоров, реализация прав акционеров и, возможно, система учета обязательств по производным инструментам<sup>1</sup>. Среди этих механизмов, по общему мнению, ведущую роль играла сложившаяся в последние годы *система стимулирования менеджеров*, ориентированная на сугубо краткосрочные стимулы и исключавшая из рассмотрения иные ориентиры, кроме роста капитализации корпорации.

Сдвиг в практике корпоративного управления в сторону названных выше механизмов, порождавших ложные стимулы, имел определенные объективные предпосылки. По нашему мнению, этот сдвиг был связан с последствиями азиатского кризиса 1997 г. — когда очевидной стала неэффективность системы, основанной на преимущественно банковском финансировании корпоративного сектора. В условиях слишком тесного взаимодействия и персонального сращивания с нефинансовыми корпорациями банки оказались не способны к объективной оценке финансового состояния крупных заемщиков, что привело к накоплению плохих долгов и стало одной из причин кризиса в Корее и ряде других стран.

Ответом на этот «провал рынка» в сфере корпоративного управления стало смещение акцентов в пользу альтернативной модели,

---

<sup>1</sup> В Докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» (Corporate Governance And The Financial Crisis. Key Findings And Main Messages) были выделены следующие основные проблемы корпоративного управления, наиболее ярко проявившиеся в ходе кризиса (приводятся в той же последовательности, что и в докладе): компенсационные системы; системы риск-менеджмента; организация работы совета директоров; реализация прав акционеров.

исторически характерной для Великобритании и США и предполагавшей оценку компании через механизмы фондового рынка. Теоретической основой для такого сдвига стали многочисленные работы, рассматривавшие фондовый рынок как объективный независимый механизм, неподвластный манипулированию со стороны инсайдеров, и тем самым более эффективно защищающий права и интересы сторонних инвесторов (аутсайдеров).

Следствием такого подхода стало своего рода «возвышение» показателя капитализации, его становление с конца 90-х годов в качестве основного интегрального показателя успешности корпоративного развития. При этом теоретически было доказано, что этот показатель более объективный по сравнению с другими — в том числе по сравнению с показателем динамики прибыли и коэффициентами, рассчитываемыми на основе прибыли. Если показатель прибыли может быть подвержен манипулированию со стороны инсайдеров, то на капитализацию они влиять не могут, так как капитализация есть оценка, сделанная множеством участников рынка.

Однако в теоретических работах, в которых в качестве интегральной оценки успешности развития корпорации указывалась долгосрочная относительная динамика капитализации, одновременно указывались и те предпосылки, при которых показатель долгосрочной динамики капитализации мог выступать в качестве основной оценки успешности корпоративного развития. Необходимым условием этого, в частности, было условие полной информационной эффективности фондового рынка (сильной формы эффективности рынка), которая, как известно, практически никогда не достигается в реальности. Существующие же в реальности полусильная и, особенно, слабая форма информационной эффективности фондового рынка<sup>2</sup> порождали значительные искажения, которые неизбежно отражались в динамике капитализации.

Суммируя сказанное выше, мы можем констатировать, что каждый кризис вносит свой вклад в понимание природы экономических процессов и экономических показателей. Кризис 1997—1998 гг. помог понять, что банки не могут самостоятельно и эффективно давать

---

<sup>2</sup> Сильная, полусильная и слабая формы эффективности фондового рынка понимаются нами в соответствии с определениями Ю. Фама и его последователей.

адекватную оценку стоимости бизнеса<sup>3</sup>. Результатом этого стал вывод о том, что оценка со стороны рынка, воплощенная в капитализации, более объективна. Следует отметить, что внедрение капитализации в качестве интегральной оценки эффективности корпоративного развития было стимулировано также стремлением к повышению ответственности менеджеров за результаты деятельности корпорации, к повышению объективности оценок их вклада в корпоративное развитие. Кризис 2007–2009 гг. подводит к выводу о том, что и оценка стоимости корпорации только со стороны рынка также может быть недостаточно объективной, односторонней.

Последние два года, сопровождавшиеся чередой корпоративных скандалов и банкротств на развитых рынках, наглядно показали, что без решения выявившихся проблем корпоративного управления невозможен полноценный выход из финансово-экономического кризиса. Для этого в глобальном контексте в области корпоративного управления требуется решение двух ключевых задач:

- переход от краткосрочного целеполагания и стимулирования к долгосрочному, сопоставимому с длиной экономического цикла;
- расширение пространства корпоративных отношений: с включением в их рамки и учетом интересов всех ключевых «стейкхолдеров», а не только традиционных участников в лице акционеров и менеджеров.

«Провалы» применяемых на практике методов и инструментов корпоративного управления осознаются мировым сообществом. Так, в докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» сформулированы достаточно четкие подходы к решению проблем в ряде ключевых областей, включая систему компенсаций, риск-менеджмент, реализацию прав акционеров<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> См.: *Allen F., Gale D.* Diversity of opinion and the financing of new technologies // *Journal of Financial Intermediation*. 1999. № 8. P. 68–89; *Rajan R., Zingales L.* Financial Dependence and Growth // *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88. № 3. P. 559–586; *Demirguc-Kunt A., Maksimovic V.* Law, Finance, and Firm Growth // *The Journal of Finance*. 1998. Vol. 53. № 6. P. 2107–2137.

<sup>4</sup> Авторы благодарят члена совета Фонда «Центр развития фондового рынка» Андрея Якушина за помощь в обобщении рекомендаций доклада ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы».

Более того, в отдельных сегментах мы уже видим вполне конкретные предложения по преодолению выявленных ложных стимулов корпоративного развития. Ярким примером в данном случае может служить документ «Принципы лучшей практики в области вознаграждений. Стандарты внедрения»<sup>5</sup>, подготовленный Советом по финансовой стабильности (СФС) для Питтсбургского саммита G20. СФС отмечает, что сложившаяся в значимых финансовых институтах система вознаграждений стала одним из важных факторов, предопределивших кризис, начавшийся в 2007 г. Поэтому действия, направленные на изменение этой системы во всех крупных финансовых центрах, должны быть быстрыми, конкретными и последовательными. Корпорации и надзорные органы должны запустить процесс внедрения лучшей практики в данной области немедленно. Предполагается, что СФС не позднее марта 2010 г. внесет изменения и дополнения в данные «Принципы», учитывающие опыт их применения в конце 2009 – начале 2010 г. Предложенные 19 принципов представляются весьма эффективными для совершенствования корпоративного управления в финансовых институтах, способными преодолеть ложные стимулы корпоративного развития в этих институтах.

В свою очередь, в Коммюнике Питтсбургского саммита G20 руководители стран «Большой двадцатки» заявили: «Мы полностью одобряем осуществление стандартов СФС, направленных на согласование вознаграждения с процессом создания долгосрочных ценностей и отказом от принятия чрезмерных рисков». В Коммюнике также сказано: «Стандарты для крупных международных финансовых компаний должны быть соразмерны издержкам, связанным с их крахом»<sup>6</sup>.

В целом мы можем констатировать доминирующую тенденцию в оценке «провалов» в сфере корпоративного управления: сформировавшиеся в последние десятилетия и кодифицированные в документах ОЭСР принципы корпоративного управления не нуждаются в изменении, так как в них уже заложены подходы по преодолению выявленных проблем. Основной задачей является надлежащее при-

<sup>5</sup> FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards – FSB, 25 September 2009.

<sup>6</sup> Цит. по: Питтсбургский саммит – заявление глав государств «Группы двадцати» ([http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/300](http://news.kremlin.ru/ref_notes/300)).

менение принципов корпоративного управления. Так, в своем докладе «Корпоративное управление и финансовый кризис», опубликованном в июне 2009 г. и посвященном анализу влияния финансового кризиса на корпоративное управление, а также причин неэффективности отдельных ведущих подсистем корпоративного управления (в частности, системы вознаграждения и системы риск-менеджмента) и их влияния на разрастание финансового кризиса, ОЭСР утверждает: «...не существует потребности в ревизии принципов ОЭСР (в области корпоративного управления). Принципы обеспечивают хорошую основу... для достижения целей (корпоративного управления). Наиболее срочный вызов состоит в поддержке эффективного применения уже согласованных стандартов»<sup>7</sup>. В то же время наиболее авторитетный специалист ОЭСР в области корпоративного управления Грант Киркпатрик считает, что принципы корпоративного управления ОЭСР должны быть пересмотрены в таких ключевых областях, как надзор совета директоров и риск-менеджмент<sup>8</sup>. Однако и он не ставит вопрос более широко — насколько сложившаяся система стандартов в области корпоративного управления отвечает сегодня и будет отвечать в ближайшее десятилетие реалиям экономической жизни. Предполагается, что сама сложившаяся «идеальная модель» корпоративного управления и теоретические основы, на которых она базируется, неизменно верны. Иными словами, проблема не в теоретических представлениях о том, каким должно быть корпоративное управление, а в практической реализации сформулированных рекомендаций по использованию лучшей практики корпоративного управления.

При этом с точки зрения базовой для корпоративных отношений «агентской проблемы» общая направленность мер по совершенствованию корпоративного управления в настоящее время сводится к регламентации действий и ужесточению контроля за менеджерами («агентами») со стороны регуляторов, действующих в интересах акционеров («принципалов»). Стоит подчеркнуть, что такие меры не являются новыми — в таком же ключе была сформулирована и реализована на политическом уровне реакция на кризис, порожденный

<sup>7</sup> Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. OECD, June 2009. P. 7.

<sup>8</sup> Kirkpatrick Gr. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis // Financial Market Trends. Vol. 2009/1. OECD 2009. P. 2.

банкротством компании Enron в 2001 г. Однако это ужесточение регулирования не предохранило американский и глобальный рынки от краха 2008 г., в значительной мере ставшего следствием провалов в области корпоративного управления.

Мы не хотим сказать, что предлагаемые сегодня меры по раскрытию информации о вознаграждениях менеджмента, введению минимальных и максимальных отсрочек выплаты переменного вознаграждения и установлению его предельной доли в общем объеме вознаграждения не нужны и не оправданны. На фоне кризиса эти меры представляются разумными и адекватными — как для глобальных, так и для российских компаний. Однако сегодняшний кризис корпоративного управления, как представляется, может оказаться более глубоким, чем те проблемы, на решение которых нацелены выработанные меры.

Дело в том, что проблемы корпоративного управления, наглядно проявившиеся в условиях кризиса, проистекали не только из возросшего оппортунизма менеджеров, но и из *существенного ослабления позиций собственников*, размывания самой этой категории участников корпоративного управления. Этот процесс носил объективный характер и был обусловлен логикой конкуренции за привлечение финансовых ресурсов в рамках модели публичной корпорации.

Приобретение статуса публичной компании, связанное с определенными стартовыми издержками и необходимостью последующего раскрытия информации, давало компании X доступ к более дешевым финансовым ресурсам и обеспечивало более благоприятные возможности для развития. Но эти возможности не были исключительными — компании-конкуренты также могли приобрести их, выйдя на фондовый рынок. В результате компания X могла эффективно реализовать это временное конкурентное преимущество в доступе к финансовым ресурсам только в рамках стратегии быстрого роста — как на собственной производственной базе, так и за счет слияний и поглощений (M&A)<sup>9</sup>. При этом очевидно, что с точки зрения демонстрации быстрого результата M&A оказывались предпочтительнее. Более того, отказ от такой стратегии был чреват рисками утраты соб-

<sup>9</sup> Следует подчеркнуть, что причинами активизации выхода компаний на фондовый рынок и использования возможностей M&A были не только стимулы менеджеров, важнейшей фундаментальной причиной этих процессов мы считаем возросший уровень конкуренции, ставший следствием процессов глобализации.



ственного бизнеса — в логике «если не куплю я, то купят меня». Однако подобная стратегия перманентной экспансии (под которую, в свою очередь, подстраивались механизмы внешней оценки компаний аудиторами и рейтинговыми агентствами и система стимулов для менеджмента) неизбежно требовала привлечения все большего объема финансовых ресурсов, что создавало стимулы к проведению новых дополнительных размещений акций и вело к размыванию пакетов существующих акционеров.

В итоге по мере развития конкурентной гонки М&А крупные доминирующие акционеры постепенно превращались в миноритариев — с соответствующим изменением их целей и горизонта интересов. Если для доминирующих акционеров, как правило, характерны долгосрочные цели развития бизнеса и они могут рассматриваться как выразители (носители) интересов всей компании, то для миноритариев типичной является забота о стоимости своего пакета на кратко- и среднесрочном горизонте. Миноритарии объективно не обладают достаточными возможностями для контроля за действиями менеджмента и одновременно на них начинает сказываться «проблема безбилетника», так как плоды их возможных усилий по повышению эффективности компании в значительной степени достаются не им, а другим акционерам, которые не понесли ради этого никаких затрат.

Тем самым ценой краткосрочного повышения эффективности компаний, достигавшегося в момент выхода на фондовый рынок, становилось постепенное исчезновение «принципала», который в идеальной модели должен в споре с «агентом» формулировать и отстаивать долгосрочные интересы развития бизнеса. Парадоксальным следствием такого развития является то, что современные глобальные корпорации стали напоминать знакомое нам по советской плановой экономике явление «общенародного предприятия», которое формально принадлежало государству, а реально управлялось менеджерами. В свою очередь, многоступенчатая корпоративная иерархия (когда крупная компания может иметь под собой 10–15 уровней дочерних структур) все более напоминает бюрократическую структуру советских отраслевых министерств — с похожими стимулами для искажения данных, передаваемых «наверх», и отсутствием у первых лиц реальной информации о том, что на самом деле происходит в их бизнесе. Подчеркнем, что эти параллели в данном случае проводят-

ся не для российских компаний, а для глобальных корпораций, действующих на международных рынках и имеющих штаб-квартиры в Нью-Йорке или Лондоне.

Цель приведенных выше рассуждений — показать, что проблемы корпоративного управления не сводятся лишь к ложным стимулам на стороне менеджмента. Проблема стимулов (а точнее, — проблема короткого горизонта интересов) сегодня также присутствует на стороне акционеров. В этом контексте те направления совершенствования корпоративного управления, которые предпринимаются в настоящее время международным сообществом, с известной долей упрощения можно охарактеризовать как попытки реконструкции, воссоздания комплекса интересов мажоритарного собственника в условиях отсутствия самого мажоритарного собственника. Функцию представительства интересов собственника в этих условиях все более берет на себя государство, а защита этих интересов реализуется путем ужесточения и формализации регулирования взаимодействия собственников и менеджеров.

Однако, на наш взгляд, такой подход не решит проблем, выявившихся в ходе кризиса, так как регулятор не может заменить собственника. Такая постановка проблемы возвращает нас к старой дискуссии о преимуществах и недостатках разных моделей корпоративного управления. Компании с наличием доминирующего акционера скорее могут обеспечить эффективный контроль за действиями менеджмента, но на кратко- и среднесрочном горизонте они, как правило, проигрывают публичным компаниям, привлекающим более дешевые финансовые ресурсы с фондового рынка. В свою очередь, публичные компании с распыленной структурой собственности и контроля сталкиваются с возрастанием оппортунизма менеджеров («агентов») на фоне ослабления позиций акционеров («принципала»). При этом по мере роста масштабов бизнеса все компании сталкиваются с проблемой усложнения структур внутрифирменного управления и падения их эффективности.

Иными словами, та «идеальная модель» корпоративного управления в рамках публичной корпорации, которая, казалось бы, сложилась в последнее десятилетие и которая выступала своего рода целевым ориентиром для фирм из развивающихся и переходных экономик, на самом деле не является идеальной. Эта модель наряду с достоинствами имеет серьезные недостатки, которые будут нарастать

тать по мере того, как будет нарастать разрыв между усилением «агентской проблемы», обусловленным адекватными ответами корпораций на усиление конкуренции в современной экономике, и остающимися неизменными основными постулатами (стандартами) «идеальной модели» корпоративного управления. В этом контексте мы полагаем, что предложенные на сегодняшний день рецепты совершенствования корпоративного управления при всей своей разумности являются промежуточными. Глобальный финансовый кризис показал необходимость *поиска новых моделей организации крупного бизнеса*<sup>10</sup>. Ниже мы постараемся обозначить направления, в которых может идти этот поиск, однако сначала охарактеризуем основные тенденции развития российского корпоративного сектора и его реакцию на кризис.

### **Исходная ситуация: российский корпоративный сектор в начале — середине 2000-х годов**

Результаты исследований, проведенных в последние годы<sup>11</sup>, свидетельствовали об улучшении (по формальным признакам) качества корпоративного управления в России в 2000-е годы при сохранении ряда типичных признаков российской корпорации. К ним, в частности, можно отнести: высокий уровень концентрации собственности и контроля; активное развитие корпоративной интеграции (ха-

<sup>10</sup> Следует отметить, что в результате проведенного Институтом посткризисного мира опроса 223 экспертов из 51 страны мира, а также собственного анализа был сделан вывод о том, что текущий глобальный финансово-экономический кризис «является предзнаменованием глобального цивилизационного кризиса», наступление которого неизбежно в ближайшие 10–15 лет (см. Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность решений. М.: Институт посткризисного мира, 2009. С. 142, 157). Данный вывод, как представляется, убедительно подтверждает наш тезис.

<sup>11</sup> Puffer S.M., McCarthy D.J. The Emergence of Corporate Governance in Russia // Journal of World Business. 2003. Vol. 38. P. 284–298; Yakovlev A. Evolution of Corporate Governance in Russia: Governmental Policy Vs. Real Incentives of Economic Agents // Post-Communist Economies. 2004. Vol. 16. P. 387–403; Andreff W. Corporate Governance Structures in Postsocialist Economies: Toward a Central Eastern European Model of Corporate Control? // EACES Working Paper No 4. May 2005; Яковлев А.А., Данилов Ю.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 1. С. 3–34.

рактеризующееся большой ролью интегрированных бизнес-групп в российской экономике), «персонификацию» бизнеса.

Более детальные исследования<sup>12</sup> выявили новые тенденции в российском корпоративном секторе. Одна из них — *начавшееся разделение собственности и менеджмента*. Наиболее заметной эта тенденция была в рамках холдингов (бизнес-групп), которые часто включали несколько десятков самостоятельных юридических лиц. В такой ситуации конечный собственник уже не мог лично управлять всеми принадлежащими ему активами. В результате именно бизнес-группы лидировали в привлечении наемных менеджеров на подконтрольные им предприятия.

Другая тенденция — более широкое *реальное использование инструментов современного корпоративного управления*. Повышение прозрачности компаний, привлечение независимых директоров, регулярные выплаты дивидендов и проведение IPO на внутреннем и международном рынках в первой половине 2000-х годов во многом воспринимались как меры, необходимые для улучшения деловой репутации российских компаний на глобальных рынках, но не затрагивающие реальные процессы принятия решений. Однако обследование 822 акционерных обществ, проведенное в 2005 г. в рамках совместного российско-японского проекта<sup>13</sup>, показало, что внедрение лучшей практики корпоративного управления происходило не только под воздействием имиджевых факторов или под давлением миноритарных акционеров (роль которых по-прежнему была мала). Российские компании стали шире использовать инструменты корпоративного управления для решения агентской проблемы взаимоотношений собственников и менеджеров. При этом акцент делался на внутренние инструменты: повышение роли советов директоров, внедрение систем стимулирования менеджмента в зависимости от результатов деятельности компании и т.д. Эта тенденция привела и к *существенному обновлению менеджмента* на крупных и средних предприятиях: кадровые изменения стали зависеть от результатов деятельности предприятий.

<sup>12</sup> Dolgopyatova T., Iwasaki I., Yakovlev A. Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis. Palgrave Macmillan, 2009.

<sup>13</sup> Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.

## Особенности поведения фирм в предкризисный период (2006–2008 гг.)

Названные тенденции характерны прежде всего для предприятий — рядовых членов бизнес-групп. Другими словами, российские бизнес-группы, создававшиеся во многом для защиты прав и интересов собственников предприятий в условиях несовершенной институциональной среды, стали выступать активными проводниками лучшей практики корпоративного управления.

В целом результаты последних исследований говорят о постепенном *изменении российской модели корпорации*. Для российской экономики 1990-х годов был типичен феномен «переходной фирмы», управляемой менеджерами, которые не зависят от акционеров. Она характеризовалась крайней непрозрачностью структуры собственности, грубыми нарушениями прав акционеров, враждебностью по отношению к внешним инвесторам, а также отторжением норм и механизмов корпоративного управления<sup>14</sup>. Эта специфическая модель корпорации уходит в прошлое. При сохранении элементов национальной специфики развитие российских компаний, функционирующих в организационно-правовой форме акционерных обществ, в середине 2000-х годов стало приближаться к классическим траекториям, типичным для стран с рыночной экономикой. Здесь можно выделить две разные модели — для крупных и средних компаний, которые объективно играют разную роль в экономике.

Модель организации бизнеса, характерная в перспективе для средних российских компаний, может быть определена как *closely held firm*<sup>15</sup> — с тяготением к концентрированной структуре собственности, ограниченным присутствием на фондовых рынках и дистанцированием от государства. Напротив, в силу особенностей политики российского государства можно было ожидать развития крупнейших компаний по модели *development firm* — с опорой на неформальные отношения с инвесторами и правительством, характерные, в частности, для стран Юго-Восточной Азии.

<sup>14</sup> Kraakman R.H., Black B., Tarassova A. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? // Stanford Law Review. 2000. Vol. 52. P. 1731–1808.

<sup>15</sup> Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transitional and Developing Countries // S.S. Cohen, G. Boyds (eds.). Corporate Governance and Globalization: Long-range Planning Issues. Cheltenham: Edward Elgar, 2000.

Можно выделить ряд тенденций, характерных для всего корпоративного сектора России в последние три года:

- расширение государственного сектора за счет как увеличения объемов и видов активов государственных компаний, так и формирования новых АО с государственным участием (производственные холдинги на основе реструктуризации государственной собственности, институты развития, капитализация за счет государственных средств);
- более активное государственное стимулирование спроса в рамках закупок для государственных нужд, государственной поддержки реализации крупных инвестиционных проектов за счет средств Инвестфонда и Внешэкономбанка, формирование значимых инфраструктурных программ (Сочи, Владивосток), реализация нацпроекта по ипотеке и, как следствие, ориентация части корпораций на государственные ресурсы, приобретение для этих целей специализированных зарубежных активов;
- усиление конкурентного давления со стороны глобального рынка, толкавшее компании на увеличение масштабов бизнеса. Инструментом такого роста часто выступало приобретение новых активов через слияния и поглощения — как более простая альтернатива инновациям и технологической модернизации существующих активов;
- расширение заимствований за рубежом, увеличение долговой нагрузки;
- ужесточение ограничений для иностранных инвесторов и акционеров (закон об инвестициях в стратегические предприятия, конфликт с ВР).

Вместе с тем наблюдался ряд тенденций, специфических лишь для определенных групп компаний в рамках корпоративного сектора. Так, крупные компании характеризовались быстрым расширением масштабов бизнеса, усложнением его организации и снижением внутренней эффективности и управляемости для собственников. Впрочем, эта тенденция была присуща всем крупным компаниям, выходящим на глобальные финансовые рынки и претендующим на то,



чтобы занять там достойное место. Но одновременно действовали и особые российские тенденции:

- усиление неформальных связей с государством (особенно после «дела ЮКОСа»). Фактически ни один крупный бизнес на российском рынке в этот период не мог существовать без «одобрения» со стороны государства;
- для многих компаний связи с государством обусловили возможность извлечения административной ренты, которая в краткосрочном периоде существенно превышала возможную отдачу от упорядочения бизнес-процессов и повышения внутренней эффективности;
- одновременно близость к государству создавала иллюзию снижения рисков и стимулировала активные заимствования (прежде всего за рубежом в силу недостаточной развитости российской финансовой системы) и проведение сверхагрессивной политики по скупке активов;
- росту внешней задолженности корпоративного сектора могла способствовать и сохраняющаяся неопределенность прав собственности<sup>16</sup>.

В результате можно было говорить о нарастающей внутренней неэффективности крупнейших российских компаний. На фоне высоких темпов экономического роста и «доступных» денег она оставалась незаметной для внешних инвесторов и, судя по всему, не осознавалась собственниками и топ-менеджерами самих компаний.

В последние годы в российской экономике заметную роль стал играть средний бизнес (см. Вставку 1). Вопреки сложившимся в экспертном сообществе представлениям такие компании быстро росли

---

<sup>16</sup> Так, по оценкам президента РСПП А. Шохина, несмотря на высокую доходность инвестиций на отечественном рынке, собственники многих российских частных компаний предпочитали выводить получаемую прибыль на зарубежные офшорные счета и вкладывать ее в заведомо менее рентабельные проекты. При этом развитие компаний в России финансировалось за счет заимствований. Тем самым компании обременялись избыточными долгами, отвечать по которым в случае перехвата контроля пришлось бы новым собственникам-захватчикам. (см. стенограмму выступления А.Н. Шохина на VII Международной научной конференции ГУ ВШЭ «Модернизация экономики и государство» ([http://www.hse.ru/org/hse/conf-april\\_ru/2006](http://www.hse.ru/org/hse/conf-april_ru/2006)).

в 2000-е годы, и именно они во многом обеспечивали реальные процессы диверсификации российской экономики<sup>17</sup>.

---

## Вставка 1

### Что такое крупный и средний бизнес?

Следует отметить, что в российской научной и бизнес-среде существуют разные подходы к определению крупных и средних компаний. Так, последний рейтинг «Эксперт-400» (рассчитанный осенью 2008 г. по данным за 2007 г.)<sup>18</sup> замыкали компании с объемом реализации около 400 млн долл. в год. В то же время ведущий российский эксперт по проблемам крупного бизнеса Я.Ш. Паппэ считает, что в настоящее время крупными могут считаться компании с объемом продаж в 1 млрд долл. в год в нефтегазовой промышленности и 500 млн долл. — в остальных отраслях<sup>19</sup>.

В одной из наших предшествующих работ<sup>20</sup> в качестве крупных мы рассматривали компании с годовым оборотом, превышающим 1 млрд долл. Используя этот подход, к крупным предприятиям по итогам 2007 г. в России можно было отнести 151 компанию (исходя из данных рейтинга «Эксперт-400»). Причем далеко не все из них являются публичными по сути, а не по юридической форме. Среди 151 предприятия лишь 39 имели организованный рынок своих акций, что позволяло рассчитывать их капитализацию. Именно поэтому использовать только критерий капитализации для оценки масштабов бизнеса в России не вполне корректно.

С методологической точки зрения оценить вклад крупных корпораций в российскую экономику достаточно сложно. Имеющиеся данные позволяют относительно корректно сопоставить лишь совокупную прибыль до налогообложения крупнейших корпораций (за вычетом убытков), которую можно рассчитать по данным журнала «Эксперт», и разницу между суммой прибыли и суммой убытков крупных и средних предприятий, рассчитываемую по данным Росстата. По этому соотношению доля крупнейших корпораций (с выручкой

---

<sup>17</sup> Эксперт. 2008. № 36; Семенцов С., Мурзина А., Горбань А., Туригина О. «Локомотив» российской экономики // Вопросы экономики. 2008. № 11.

<sup>18</sup> См. Эксперт. 2008. № 36 ([http://raexpert.ru/rankingtable/?table\\_folder=/expert400/2008/main/](http://raexpert.ru/rankingtable/?table_folder=/expert400/2008/main/)).

<sup>19</sup> Паппэ Я.Ш., Галухина Я.С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009. С. 22. Правда, практически тут же Я. Паппэ отмечает, что пороговое значение в 500 млн долл. в основном приходится сохранять из-за двух отраслей — машиностроения (без автотракторного и транспортного) и пищевой промышленности.

<sup>20</sup> Яковлев А.А., Данилов Ю.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 1. С. 3–34.

от реализации свыше 1 млрд долл.) в экономике России в 2007 г. составляла 49,5%.

Определение параметров среднего бизнеса в российских условиях также вызывает известные затруднения. Так, согласно Федеральному закону № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» к средним относятся предприятия с числом занятых от 100 до 250 (ст. 4, п. 2), а соответствующим постановлением Правительства РФ предельные значения выручки от реализации для средних предприятий определены в интервале от 100 до 400 млн руб. в год. В специальном проекте «Средний бизнес» журнала «Эксперт»<sup>21</sup> к этой категории были отнесены компании с годовым оборотом свыше 10 млн долл. — за исключением предприятий, входящих в рейтинг «Эксперт-400». В 2006 г. в России в частном секторе число таких фирм составляло около 13 тыс., а в общей выручке от реализации всех российских компаний с оборотом свыше 10 млн долл. на них приходилось 44%.

По нашему мнению, с учетом международного опыта к средним следует отнести фирмы с оборотом от 50 млн до 1 млрд долл. Таких компаний в России в 2006 г. насчитывалось немногим более 3 тыс.

Как показало исследование журнала «Эксперт», темпы развития таких компаний были очень неравномерными. Так, примерно у четверти средних фирм (по определению журнала «Эксперт» — с объемом продаж свыше 10 млн долл.) в 2000–2006 гг., несмотря на бурный экономический рост, наблюдалось снижение реального оборота в сопоставимых ценах. Напротив, для 38,5% таких средних компаний на протяжении этого периода были характерны темпы роста 20% в год и более (что в 3 раза превышало темпы роста по экономике в целом).

Эти данные согласуются с данными проекта о конкурентоспособности российской обрабатывающей промышленности, реализованного в 2005–2007 гг. ГУ ВШЭ и Всемирным банком. Анализ ситуации на микроуровне показал, что за низкими средними показателями скрываются гигантские различия в уровне и динамике эффективности на отдельных предприятиях<sup>22</sup>. Так, разрыв в уровне производительности труда между 20% лучших и 20% худших предприятий в

<sup>21</sup> См.: Виньков А., Гурова Т., Полунин Ю., Юданов А. «Делать средний бизнес» // Эксперт. 2008. № 10 (599).

<sup>22</sup> См.: Российская промышленность на перепутье: что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными: доклад ГУ ВШЭ // Вопросы экономики. 2007. № 3.

одной отрасли составляет от 10 до 20 раз в зависимости от отрасли. Лучшие 20% работают в 2,5–3 раза более эффективно, чем отрасль в среднем.

Следовательно, можно утверждать, что накануне кризиса российский бизнес характеризовался очень высокой степенью дифференциации. В его составе были как высокоэффективные компании, соответствующие международным стандартам конкурентоспособности, так и абсолютно неэффективные фирмы, которые должны были бы «умереть», но, тем не менее, продолжали существовать.

При этом в экономике сложился сегмент успешных средних фирм, которые в сравнении с компаниями первого эшелона отличались большей мобильностью и более высокой внутренней эффективностью. Доступ средних компаний в целом к внешним финансовым ресурсам был существенно ограничен, поэтому им были присущи более низкие показатели отношения задолженности к выручке от реализации по сравнению с крупным бизнесом. В последние годы средние компании проявляли заметную активность на рынке акций, прежде всего российском (см. Вставку 2).

## Вставка 2

### Роль рынка акций как источника инвестиций для крупных и средних компаний в России в 2007–2008 гг.

В 2007 г. на фондовый рынок, проведя IPO<sup>23</sup>, впервые вышли 19 корпораций, еще 10 российских корпораций осуществили последующие публичные размещения своих акций (SPO) на фондовом рынке; кроме того, публичное размещение акций на иностранных биржах провели еще 5 компаний с российскими активами<sup>24</sup>. В 2008 г. еще 7 корпораций провели IPO, 10 — SPO, публичные размещения акций также провели 2 иностранные компании с российскими активами<sup>25</sup>. Столь активный вход корпораций на рынок долевого капитала позволяет дать достаточно репрезентативную его оценку с точки зрения распределения между крупными и средними корпорациями (см. табл. ниже).

<sup>23</sup> В данном случае мы понимаем IPO в узком смысле — как первое публичное размещение акций корпорации на фондовом рынке.

<sup>24</sup> Данилов Ю.А., Якушин А.Ф. IPO в России: Итоги 2007. WP ССМД 2008. № 1. М.: ЦРФР, 2008.

<sup>25</sup> Данилов Ю.А., Якушин А.Ф. IPO в России: Итоги 2008. WP ССМД 2009. № 3. М.: ЦРФР, 2009.

Количество корпораций, проводивших публичные размещения акций в 2007–2008 гг.

	Крупные корпорации	Средние корпорации	Нет в «Эксперт-400» (невозможно классифицировать)	Итого
Количество корпораций, проводивших IPO	7	6	13	26
Проведших последующие публичные размещения акций	7	7	6	20
Иностранные корпорации с российскими активами	3	0	4	7
Итого	17	13	23	53

Хотя рынок долевого капитала более доступен самым крупным корпорациям, как следует из приведенных данных, немало средних по размеру российских компаний активно его использует в качестве источника инвестиций для динамичного развития.

Более высокая внутренняя эффективность успешных средних фирм по сравнению с компаниями первого эшелона, по нашему мнению, объяснялась обозримостью бизнеса для его собственников, меньшими возможностями использования административного ресурса, более конкурентными условиями функционирования средних компаний и их большей склонностью к инновациям. Для успешных российских средних фирм в сравнении с их зарубежными аналогами также характерна способность быстро адаптироваться к неблагоприятным внешним условиям — включая «суровый» предпринимательский климат<sup>26</sup>.

Вместе с тем, как показал более детальный анализ в рамках проекта журнала «Эксперт» 217 наиболее успешных средних компаний, сверхвысокие темпы их роста часто объяснялись нахождением специфических рыночных ниш с практически неограниченным спросом.

<sup>26</sup> В этом отношении достаточно наглядным является образное выражение Л.М. Фрейнкмана, который, характеризуя на семинаре в ГУ ВШЭ особенности российских компаний, отметил, что в отличие от других стран в России успешный средний бизнес живет и действует в режиме «диверсионного партизанского отряда». Это одновременно означает повышенную жизнестойкость и способность при необходимости «рассыпаться» и «исчезнуть».

В целом можно констатировать, что накануне кризиса наблюдалось относительное падение эффективности крупного бизнеса. Одновременно в российской экономике сформировался сегмент быстрорастущих средних компаний — до 20–25% общего числа фирм среднего бизнеса. Их устойчивый рост на протяжении семи лет может рассматриваться как признак эффективности этих компаний. Но наряду с ними во втором эшелоне сохранялись низкоэффективные и среднеэффективные компании.

Мы исходим из того, что выходу экономики из кризиса будет прежде всего способствовать поведение крупнейших и растущих (эффективных) средних компаний. Именно те фирмы, которые смогут продолжить модернизацию производственных и бизнес-процессов и повысить свою эффективность, будут определять траектории развития российской экономики после кризиса. Однако необходимо отметить, что в группе средних компаний, стабильно и быстро развивавшихся в предкризисный период, следует различать две подгруппы. К первой можно отнести компании, которые демонстрировали высокие темпы роста благодаря нахождению новых рыночных ниш, реализации новых бизнес-идей, внедрению новых технологий и продуктов. Во вторую подгруппу входят фирмы, успех которых был основан на использовании административного ресурса. Под ним мы понимаем неформальную поддержку со стороны органов власти, приводящую к ограничению конкуренции и созданию преференций для конкретных компаний (как это наблюдалось в строительной индустрии).

Различие между компаниями по размерам очевидно, но разграничение по факторам роста бизнеса является трудной задачей — в том числе потому, что на практике многие успешные компании в 2000-е годы пытались одновременно задействовать и рыночные факторы, и административный ресурс. Тем не менее ниже, опираясь на результаты исследований ГУ ВШЭ, мы постараемся дать обобщенное описание реакции на кризис для выделенных выше групп компаний на фоне мер антикризисной политики, реализуемой правительством. На этой основе далее мы проанализируем конкретные действия в сфере корпоративного управления со стороны фирм и со стороны правительства.

## Общая реакция на кризис в России

Отличительной особенностью России на фоне других стран в условиях кризиса было резкое сжатие платежеспособного спроса и существенно более сильное падение промышленного производства и ВВП. Так, падение ВВП в России по итогам первого полугодия 2009 г. составило 10,9% к аналогичному периоду прошлого года, в то время как в Бразилии за тот же период ВВП сократился на 1,2%, а в Индии и Китае наблюдался рост ВВП (на 6,0% в Индии и на 7,9% в Китае). Ряд авторитетных мировых экспертов даже заговорили о том, что Россия начинает выпадать из «группы БРИК». По нашему мнению, одним из факторов более глубокого падения российской экономики стали особенности в поведении и мотивации крупнейших компаний, а также характер и направленность антикризисных мер правительства на начальной стадии кризиса.

Как было показано в исследованиях ГУ ВШЭ<sup>27</sup>, в условиях кризиса для крупных компаний во многих случаях были характерны более сложное финансовое положение, возникавшее как следствие чрезмерно агрессивной политики и недооценки рисков. Имея более сложную структуру управления и статус публичных компаний, они чаще сталкивались с отсутствием у собственников адекватной информации о состоянии бизнеса и проблемами с пресечением оппортунизма менеджеров. Также они были ограничены в использовании всего спектра возможных мер повышения эффективности в силу необходимости объяснять все существенные действия акционерам и инвесторам. Близость к государству позволяла крупнейшим компаниям лоббировать помощь, но ее получение, как правило, оказывалось связано с дополнительными «социальными обязательствами» (поддержание занятости), что становилось препятствием для реструктуризации и повышения эффективности. Дополнительным фактором, ограничивающим стимулы к реструктуризации, выступала возросшая неопределенность прав собственности — в связи с использованием крупных пакетов акций в качестве залогов при получении кредитов (прежде всего, в государственных банках).

В отличие от крупнейших фирм средние компании, рост которых был основан на рыночных факторах, скорее были готовы к жесткой

<sup>27</sup> См.: Яковлев А., Симачев Ю., Данилов Ю. Российская корпорация: модели поведения в условиях кризиса // Вопросы экономики. № 6. 2009. С. 70–83.

реструктуризации. От них можно было ожидать реализации проектов по повышению эффективности (правда, при существенном сокращении их «временного горизонта»). Такие компании могли получить значимые стимулы к расширению экспорта, а также могли продемонстрировать динамичный рост на основе импортозамещения (при условии завершения инвестиционных проектов, запущенных в начале и середине 2000-х годов). Однако в случае развития, расширения деятельности они неизбежно столкнутся в конкуренции за ресурсы с компаниями, задействующими преимущественно административный фактор — как крупнейшими, так и средними, использующими связи на региональном уровне. В этом контексте можно было ожидать, что, опасаясь навязывания дополнительной «социальной нагрузки» и неэффективных контрагентов, успешные средние фирмы будут стремиться оставаться «незаметными» в плане расширения своей деятельности.

Эта логика поведения компаний в целом соответствовала политике правительства в условиях кризиса. Как отмечалось в совместном докладе ГУ ВШЭ и МАЦ «Оценка антикризисных мер по поддержке реального сектора российской экономики»<sup>28</sup>, большинство антикризисных мер правительства были направлены на компенсацию потерь крупных компаний традиционных секторов экономики (автомобилестроение и сельхозмашиностроение, оборонно-промышленный комплекс, агропромышленный комплекс, жилищное строительство, а с учетом перераспределяемых ресурсов — также нефтегазовый комплекс). При этом средние по масштабу предприятия оказались вне зоны внимания правительства.

Прослеживался дефицит и мер, и ресурсов по таким направлениям, как стимулирование инноваций и технологическая модернизация, поддержка высокотехнологичного экспорта, развитие конкурентной среды. Отсутствовали какие-либо значимые меры по повышению эффективности деятельности субъектов естественных монополий и крупных госкомпаний. В общем наборе реализуемых мер доминировали селективные меры промышленной политики, что обуславливало высокие риски неэффективного администрирования.

<sup>28</sup> Сокращенная версия доклада была опубликована в журнале «Вопросы экономики» (2009. № 5). Полную версию доклада см. по адресу: <http://www.hse.ru/data/943/184/1241/otsenka.pdf>.



## Оценка основных нормативных изменений в сфере корпоративного регулирования в период кризиса

Вообще говоря, принятие любых новых законов, как правило, имеет позитивную основу. Однако при этом зачастую недостаточное внимание обращается на особенности практического воздействия новых норм на поведение компаний. В этой связи необходимо отметить, что *определенный «критический уклон» в нашей оценке правовых новаций в сфере корпоративного регулирования, осуществленных в период кризиса, связан не с отрицанием их важности для развития корпоративного управления, а с рассмотрением несколько более широкого круга аспектов, определяющих интересы и потенциальную «реакцию» стейкхолдеров.* К числу таких аспектов мы относим:

- особенности влияния изменений в сфере корпоративного регулирования на крупные и на небольшие компании — необходимо учитывать и возможности контроля за выполнением правил по широкому кругу субъектов, и различный уровень относительных издержек компаний по их выполнению, и различные возможности для продвижения своих интересов со стороны различающихся по масштабам бизнеса компаний;
- последовательность изменений с позиций обеспечения баланса защиты интересов различных стейкхолдеров — случается, что на уровне отдельных законов доминирующими являются интересы одной группы стейкхолдеров, причем после «победы» одной группы активизируется (и не безуспешно) нормотворческая активность другой группы;
- наличие искажающих «кросс-эффектов» вследствие новаций в различных областях в корпоративной сфере<sup>29</sup>;

<sup>29</sup> Можно привести следующий пример такого искажающего «кросс-эффекта». В середине 90-х годов реализовывалась общая линия на усиление защиты интересов «миноритариев», при этом, с одной стороны, вследствие расширения прав миноритарных акционеров (в рамках закона об акционерных обществах) существенно повысились издержки для перераспределения собственности, для консолидации акций, а с другой стороны, вследствие расширения прав мелких кредиторов (в рамках закона о несостоятельности) существенно снизились барьеры для инициирования процедур банкротства. В результате это привело к резкому повышению спроса на использование института несостоятельности именно для передела собственности, недружественных поглощений.

- условия для единства правоприменения, возможности для адаптации к новым правилам — существенные изменения в регулировании обычно требуют существенного времени для наработки соответствующей судебной практики, развития инфраструктуры правоприменения, при этом в период сразу после начала действия новых сложных норм повышается спорность и снижается предсказуемость судебного урегулирования конфликтов;
- сочетание ближнесрочных и долгосрочных задач в развитии корпоративного управления — в ряде случаев появление отдельных норм продиктовано в основном текущими проблемами, при этом их воздействие в более отдаленной перспективе может быть весьма неоднозначным.

В период с декабря 2008 г. по июль 2009 г. в России было принято 12 федеральных законов, существенно (а иногда — кардинально) изменяющих нормы в сфере корпоративного управления (см. Приложение). Наиболее значимыми представляются новации в следующих областях:

- *собственно корпоративное управление* — изменение правового положения обществ с ограниченной ответственностью и системы корпоративного управления в этих обществах; расширение и уточнение процедур разрешения корпоративных конфликтов; введение института акционерных соглашений; усиление административной ответственности за нарушение требований законодательства об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью; введение уголовной ответственности за определенные нарушения, связанные с рынком ценных бумаг;
- *институты несостоятельности и реорганизации* — определение внесудебных процедур реализации залога в рамках института несостоятельности (банкротства), введение механизмов конкурсного оспаривания сделок должника и усиление ответственности лиц, принимавших решения по таким сделкам; смягчение условий для реорганизации коммерческих организаций за счет отказа от безусловного права кредиторов требовать досрочного выполнения обязательств;
- *институты защиты конкуренции и антимонопольного регулирования* — введение уголовной ответственности за нарушение отдельных норм антимонопольного законодательства; усиление механизма контроля экономической концентрации в сочетании со снижением издержек от такого контроля для среднего бизнеса.



Столь **радикальное обновление норм в сфере корпоративного управления в период кризиса** было связано с рядом обстоятельств.

С одной стороны, *большая часть принятых законов может рассматриваться в качестве прямой реакции государства на экономический кризис*. Так, законы, уточняющие регулирование отношений между кредиторами, компаниями-должниками, их собственниками, были приняты в соответствии с рядом антикризисных мер из Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики<sup>30</sup>. *Их разработка была связана с ужесточением финансовых ограничений на уровне компаний, усилившимися рисками неисполнения обязательств по кредитам и облигациям, стремлением создать условия для реструктуризации и оздоровления бизнеса, прежде всего крупного.*

Кроме того, принятие законов в сфере антимонопольного регулирования в значительной мере связано с усилившейся в период кризиса очевидностью негативных последствий монополизированности экономики, а также стремлением регулятора в некоторых случаях получить жесткие инструменты контроля за ценами (принуждения бизнеса к выработке договоренностей по ценам) по ряду социально-чувствительных направлений.

С другой стороны, в силу общей «мобилизации» Государственной Думы на скорейшее принятие в период кризиса законопроектов, поддерживаемых Правительством РФ, сложились благоприятные условия для продвижения ряда ранее внесенных и «зависших» законопроектов (в частности, были приняты три крупных законопроекта, внесенные в Государственную Думу еще в 2005 г.). Это, прежде всего, *законы, входящие в «антирейдерский пакет» и направленные на развитие и совершенствование процедур разрешения корпоративных споров*. Активизация работы по доработке и принятию данных законов в известной мере была обусловлена ожиданиями усиления процессов рейдерства, захвата корпоративного контроля в период кризиса.

Конечно, необходимо отметить общий *существенный позитивный вклад ряда принятых законов, прежде всего, входящих в «антирейдерский пакет», в формирование более совершенной системы норм с позиций защиты корпоративной собственности, снижения рисков захвата корпоративного контроля, создания новых инструментов для уре-*

<sup>30</sup> Утвержден в ноябре 2008 г.

гулирования споров, разрешения тупиковых ситуаций в принятии решений, повышения требований к учету прав на акции (доли), улучшения информирования всех сторон. Особенно ценными представляются диспозитивные нормы — предоставляющие новые возможности урегулировать споры, но не обязывающие их использовать (акционерные соглашения, досудебное урегулирование претензий).

Исключительно важным представляется внесение комплекса изменений и дополнений в Арбитражный процессуальный кодекс<sup>31</sup> в плане *введения определения корпоративных споров и установления порядка их рассмотрения*. С одной стороны, эти изменения повышают предсказуемость судебного урегулирования споров, снижают риски появления противоположных судебных решений, усиливают защиту интересов «слабых» сторон (например, «миноритариев»), а с другой стороны, обеспечивают столь *необходимые сдвиги по развитию судебных процедур* по обеспечению исполнения норм корпоративного управления.

Таким образом, можно констатировать **нормативный прогресс в обеспечении защиты прав собственности в хозяйственных обществах, появление ряда дополнительных инструментов для урегулирования корпоративных споров (в частности, акционерных соглашений), системное улучшение нормативных процедур арбитражного рассмотрения корпоративных споров**.

В то же время, «интенсификация» процессов принятия законов в сфере корпоративного управления в значительной мере была связана прямо или косвенно с реакцией государства на экономический кризис, при этом **пока остались без внимания глобальные проблемы, связанные с корпоративным управлением: в период кризиса продвигались либо ранее существовавшие нормотворческие наработки, либо законы, связанные с прямым реагированием на текущие кризисные проблемы**.

В условиях кризиса государство в большей степени сосредоточилось на решении проблем крупных компаний, крупных банков, в этой связи *проблемы регулирования в значительной степени стали восприниматься через «призму» крупного бизнеса*. Это нашло свое отра-

<sup>31</sup> Федеральный закон от 19 июля 2009 г. № 205-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».

жение в нормах принятых законов, особенно в части изменений в институте несостоятельности, нового порядка реорганизации.

Ряд изменений связан со стремлением государства более оперативно и эффективно реагировать на ситуацию на рынке, но опять же — на основе наблюдаемых «недостатков» поведения крупного бизнеса, компаний в определенной отрасли. *Попытки регулятивного (законодательного) решения острых текущих проблем привели к тому, что некоторые положения принятых законов представляются спорными с позиций развития предпринимательства на этапе посткризисного роста* (заметим, что в принятых законах почти отсутствуют временные нормы). В результате **значительная часть законопроектов разрабатывалась исходя из проблем, с которыми столкнулись крупные (иногда — отдельные) компании, но при этом их действие распространяется на существенно более широкий круг хозяйствующих субъектов.**

В целом можно согласиться с мнением отдельных известных экспертов, что «стала очевидной проблема конфликта интересов у государства как регулятора, с одной стороны, и как активного участника рынка слияний и поглощений — с другой»<sup>32</sup>. Правда, признавая по ряду признаков, что одна из проблем государственного регулирования корпоративной сферы связана с тем, что узкоспециальные нормы распространяются на все субъекты хозяйственной деятельности, мы считаем, что такая «специализированность» определяется отражением интересов не только государственного сектора, но и просто крупного бизнеса.

Часть принятых законов затрагивает очень широкий круг субъектов: не только акционерные общества, но и общества с ограниченной ответственностью<sup>33</sup>. В качестве аргументов для принятия данного закона выдвигалась совокупность разнородных проблем: несовершенство системы корпоративного управления в ООО, нарушение прав участников, процветающие рейдерство и корпоративные захваты, удобство использования формы ООО для создания «фирм-однодневок», нарушение интересов кредиторов. Безусловно, существенная часть новых норм, затрагивающих деятельность ООО (это-

<sup>32</sup> *Радугин А.* Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы // Вопросы экономики. 2009. № 10.

<sup>33</sup> Это связано, прежде всего, с принятием 30 декабря 2008 г. Федерального закона № 312-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

го и ряда других принятых законов), связана с защитой прав собственности, улучшением их учета, процедур перераспределения.

В то же время можно обратить внимание, что основная часть изменений, ориентированных на собственно корпоративное управление в ООО, в значительной мере заимствована из закона об акционерных обществах. Такая «унификация» корпоративного регулирования порождает вопросы о том, насколько это соотносится со свободой «конструирования» режимов, снижением издержек корпоративного управления.

В более ранних работах мы отмечали, что *проблема «инфосмента» наблюдалась даже применительно к акционерным обществам*, где выполнение всех установленных норм реально контролировалось только применительно к довольно узкому кругу крупнейших компаний. В то же время *применительно к ООО и проблема контроля за соблюдением законодательства, и проблема судебного урегулирования споров при невыполнении установленных норм выглядят многократно более значимыми в силу широчайшего круга субъектов*: по состоянию на декабрь 2009 г. в России насчитывалось около 196 тыс. акционерных обществ, а обществ с ограниченной ответственностью — порядка 3,2 млн.

Тем самым изменения в правовом регулировании корпоративного управления в ООО, связанные с «унификацией» с акционерными нормами, порождают **риски правового нигилизма и (или) «имитации» новых институтов корпоративного управления в ООО.**

Некоторые из принятых законов создали *предпосылки к активизации процессов легального перераспределения собственности и реструктуризации крупных компаний в период кризиса.*

Во-первых, существенное расширение условий для перераспределения собственности могут обусловить принятые нормы по совершенствованию порядка обращения взыскания на заложенное имущество<sup>34</sup>, с одной стороны, обеспечившие существенное повышение прав залоговых кредиторов, а с другой стороны, позволившие залоговым кредиторам при реализации залога оставлять его в своей собственности или продавать его третьему лицу без проведения торгов. Этим же законом до конца 2009 г. были отменены требования об обя-

<sup>34</sup> Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество».

зательном предложении выкупа акций именно для таких случаев получения крупных пакетов акций.

Во-вторых, принят закон<sup>35</sup>, существенно смягчающий условия для проведения реорганизации компаний, банков — было исключено безусловное право кредиторов на досрочное погашение долга в случае реорганизации.

Можно ожидать, что **процессы перераспределения собственности** скорее будут связаны с **повышением участия в капитале компаний крупных банков, аффилированных с ними структур**. Применительно к среднему бизнесу можно отметить смягчение условий для его консолидации, осуществления процессов слияний и присоединений.

Принятые законы, *меняющие отношения должников и кредиторов, в большей части связаны с реализацией антикризисных мер*. Они — следствие реакции государства, иногда противоречивой в условиях сильного давления различных сторон, на риски неисполнения обязательств по кредитам и облигациям и стремления защитить как права кредиторов (для обеспечения устойчивости банковской системы), так и права наиболее крупных компаний-должников (исходя из задач социальной стабильности, проблем моногородов).

В рамках этих законов (законопроектов) в наибольшей степени проявилось первоочередное внимание к проблемам больших компаний, крупных банков, при этом нормы, необходимые именно для этих категорий, были применены в отношении всех хозяйствующих субъектов. Можно также заметить, что в ряде случаев есть предпосылки к нарушению прав «миноритариев» (кредиторов, облигационеров, акционеров).

В целом правовое регулирование отношений кредиторов и компании-должника **стало более «прокредиторским»**. Однако если будет принят законопроект, связанный с совершенствованием реабилитационных процедур, то произойдет **сдвиг в пользу должников**. В этой связи, по нашему мнению, **пока отсутствует последовательная линия на обеспечение баланса интересов различных стейкхолдеров в регулировании отношений компаний, их собственников, кредиторов**.

Получила развитие *тенденция к усилению имущественной ответственности за нарушения в корпоративной сфере, распространение от-*

<sup>35</sup> Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 315-ФЗ «О внесении изменений в федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации».

*ветственности на лиц, входящих в органы управления обществ*. Линия на «презумирование виновности» лиц, принимающих решения в компаниях, проявилась в новациях по конкурсному оспариванию сделок должника<sup>36</sup>, в соответствии с которыми причинение контролирующим лицом вреда должнику презюмируется, а контролирующие лица должника должны доказывать, что действовали добросовестно и разумно в его интересах. Дальнейшее и многоплановое развитие этот подход получил в рамках законопроекта, подготовленного ФСФР России, определяющего принципы и условия привлечения к ответственности членов органов управления хозяйственных обществ, но, опять же, требуется доказывать разумность и добросовестность совершенных действий.

Необходимо отметить, что предпринимательская деятельность, особенно связанная с инновациями, — это всегда высокие риски. Если «плата» за принятие бизнес-решений, реализацию функций мажоритарного собственника становится неприемлемо высокой, то бизнес, вероятно, будет пытаться ее избежать различными путями, в том числе разделяя формальные и реальные механизмы управления бизнесом, назначая номинальных руководителей и членов советов директоров, искусственно дробя пакеты акций; изыскивая различные пути получения административной защиты на различных уровнях власти, включения государства (его представителей) в процессы управления бизнесом, одобрения принятых решений.

В связи с «презумированием виновности» лиц, входящих в органы управления обществ, усиливаются **риски искусственного дробления пакетов акций (долей), формирования «теневых» советов директоров и назначения номинальных руководителей обществ**. Более того, данный подход может ограничить возможности принятия решений, связанных с существенными рисками, и *усилить стремление бизнеса получить административную защиту*.

Довольно рискованной в среднесрочной перспективе нам представляется тенденция к **созданию условий для более широкого использования механизмов уголовной ответственности за нарушения в корпоративной сфере**. Данный тренд выглядит весьма четко с учетом приня-

<sup>36</sup> Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

тия двух законов (сначала — по инициативе ФАС России<sup>37</sup>, несколько позже — по инициативе ФСФР России<sup>38</sup>), развивающих механизмы уголовной ответственности применительно к нарушению отдельных норм антимонопольного регулирования, отдельных норм законов о хозяйственных обществах. По нашему мнению, расширение уголовных санкций в сфере корпоративного управления противоречит общей линии на «декриминализацию» законодательства (сокращение составов для уголовных санкций, отказ от их применения при условии полной компенсации ущерба). Заметим, что до этого в активе регуляторов появились весьма сильные административно-имущественные инструменты воздействия — в 2007 г. были введены оборотные штрафы для компаний, нарушающих нормы антимонопольного регулирования, в феврале 2009 г. была существенно усилена административная ответственность за нарушение требований законов о хозяйственных обществах.

По нашей оценке (впрочем, как и по мнению ряда известных экспертов в данной области<sup>39</sup>), *применение норм уголовного преследования в рамках антимонопольного регулирования может быть сопряжено с рядом существенных рисков*. Мы, с позиций корпоративного управления, отметим, что *данные изменения вносят существенную неопределенность в систему отношений «собственники — компания — менеджер»*, так как доход получает компания, уголовная ответственность возлагается на менеджера, а решения по ценам на основные товары могут определяться и основными собственниками. Несмотря на убежденность руководства ФАС России, что данный закон не будет применяться массово, без квалификации антимонопольным органом состава правонарушения полной уверенности в этом нет ввиду отсутствия соответствующих четких законодательных рамок. В этой связи есть риск, что с течением времени применение данных норм может выйти из-под контроля, особенно на региональном уровне.

<sup>37</sup> Федеральный закон от 29 июля 2009 г. № 216-ФЗ «О внесении изменения в статью 178 Уголовного кодекса Российской Федерации».

<sup>38</sup> Федеральный закон от 30 октября 2009 г. № 241-ФЗ «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации».

<sup>39</sup> Авдашева С., Шаститко А. Уголовное преследование за нарушение антимонопольного законодательства: возможности и риски // Экономическая политика. 2009. № 5.

Вероятно, введение уголовных санкций с позиций регуляторов позволит им более оперативно реагировать на возникающие нарушения, обеспечить более высокий уровень «превентивности», при этом, возможно, «диалог» с бизнесом в рамках угрозы уголовного преследования представляется регуляторам более эффективным, нежели длительное арбитражное рассмотрение споров. Понятно, что для регуляторов это создает предпосылки для выработки приемлемых «правил игры» с крупным бизнесом<sup>40</sup>, но открываются возможности для последующего применения жестких норм уже без связи с регулятором.

В целом по пакету реализованных и предлагаемых поправок к корпоративному законодательству можно заметить, что **принятие столь существенных изменений в период кризиса в сфере корпоративного регулирования — это весьма резкое воздействие на систему практического корпоративного управления**. По сути, процесс законотворчества стал опережающим по сравнению с процессами развития правоприменительной практики, адаптации всех сторон к новым нормам.

Масштаб изменений бизнесом пока, по-видимому, не осознан, но *по мере перехода к посткризисному развитию государство может активизировать свою деятельность по контролю за выполнением принятых норм, а различные стороны — по использованию новых правовых возможностей в конкурентной борьбе*. В посткризисный период вероятно существенное увеличение количества судебных исков, связанных с новыми нормами, при ограниченных возможностях арбитражной системы к их разрешению в силу ее перегрузки рассматриваемыми делами уже в настоящее время. Как следствие, можно ожидать **значительного повышения спорности и неопределенности институтов корпоративного управления в 2010–2011 гг.**

*Вероятно, новые нормы (особенно в части ответственности лиц, принимающих решения в компаниях) в отношении крупного бизнеса будут*

<sup>40</sup> В этом отношении интересен комментарий председателя правления Института развития финансовых рынков, сделанный в ходе обсуждения предварительной версии данной главы. По его мнению, реальные «правила игры» бизнесу понятны и он уже реагирует на новые *потенциальные* угрозы как на совершенно реальные: отдельные крупные корпорации в дополнение к имеющимся корпоративно-правовым подразделениям и службам собственной экономической безопасности уже создают специализированные подразделения правовой защиты.



*применяться в рамках достаточно ясных «правил игры» (т.е. риски в целом будут системными). Но в отношении среднего бизнеса эти же нормы могут стать предпосылкой для усиления нецивилизованной конкурентной борьбы с использованием «административного ресурса».*

## **Поведение фирм в сфере корпоративного управления**

На практические действия компаний по изменению корпоративных отношений существенное влияние оказывали стратегии и модели их поведения, сложившиеся в предшествующий период. В этом контексте важным является «дисконтирование» принципов хорошего корпоративного управления. В условиях благоприятной конъюнктуры на глобальных сырьевых рынках инвесторы приобретали российские акции даже при низком качестве корпоративного управления в соответствующих компаниях — поскольку высокая маржа (обусловленная сырьевой рентой) компенсировала их риски. Принадлежность компании к высокодоходным сырьевым отраслям оказывалась важнее, чем состояние корпоративного управления.

Такая ситуация приводила к тому, что при всем улучшении уровня корпоративного управления в России оно воспринималось как своего рода «излишество», являвшееся «признаком хорошего тона», но не обеспечивавшее компании реальных конкурентных преимуществ. В определенной части российского экспертного сообщества даже сложилось представление о том, что глобальные проблемы корпоративного управления относительно слабо затрагивают российские корпорации.

Следствием такого подхода во многих случаях стала имитация применения стандартов корпоративного управления — при одновременном избирательном заимствовании и внедрении тех механизмов и инструментов, которые по тем или иным причинам были выгодны для топ-менеджмента или ключевых акционеров крупнейших российских компаний. И в результате целый ряд проблем и «провалов» корпоративного управления наиболее остро проявился именно в российской экономике. Ярким примером в данном случае представляется воздействие системы ложных стимулов корпоративного развития на углубление экономического кризиса в России.

Активное развитие систем стимулирования менеджеров в российских корпорациях в соответствии с мировой практикой привело к тому, что в России возник дополнительный, внутренний фактор развития кризисных явлений. Неэффективность систем вознаграждений в российских корпорациях стала одним из важнейших факторов, обусловивших неверные стимулы корпоративного развития, и привела, в том числе, к низкому качеству корпоративных долгов<sup>41</sup>.

В России также сформировалась более агрессивная система стимулов к активному использованию показателя капитализации в качестве интегрального показателя эффективности корпоративного развития без учета ограничений такого использования, связанных с недостаточной эффективностью и недостаточной емкостью финансовых рынков. Резкое выдвижение данного показателя на первый план в системе оценок эффективности корпоративного развития было напрямую связано с материальными интересами мажоритарных собственников (привлечение кредитов под залог пакетов акций; продажа части пакета и т.д.), а также с интересами менеджеров в тех компаниях, в которых права собственности «размыты» (прежде всего, в корпорациях с государственным участием).

Важнейшим изменением корпоративного поведения фирм в период кризиса, по-видимому, следует считать общее снижение интереса корпораций к фондовому рынку. В значительной мере оно было обусловлено теми сигналами, которые содержались в реализуемой государством антикризисной политике и в предкризисной государственной политике.

Можно выделить четыре аспекта таких негативных (для фондового рынка) сигналов: а) высокая прозрачность корпораций может быть использована против собственников, поэтому для них снижается вероятность получить доход в виде прироста капитализации; б) у широких масс собственников по-прежнему нет эффективных

---

<sup>41</sup> В данном случае под низким качеством корпоративных долгов следует понимать не столько высокий объем корпоративных заимствований (по абсолютным показателям корпоративный долг в России к началу кризиса не приблизился к опасным уровням), сколько трудности в обслуживании долга у значительного количества корпораций (а для отдельных корпораций — и полную невозможность обслуживания долга) в период неблагоприятных условий развития. Возникновение этих трудностей в значительной мере связано с недостаточно качественной оценкой принятых к реализации инвестиционных проектов, за счет получения доходов по которым предполагалось обслуживать долг.



институтов защиты прав собственности; в) деньги от правительства получить заведомо легче и быстрее, чем на фондовом рынке, особенно в условиях кризиса; г) социальные задачи должны быть для корпораций гораздо важнее экономических, следовательно, и корпорации становятся гораздо менее интересными для инвесторов.

С учетом перечисленных обстоятельств следует признать, что поведение корпораций, акции которых представлены на фондовом рынке, в целом было достаточно адекватно для условий кризиса. Подавляющее большинство корпораций приняли решения не выплачивать дивиденды. Ряд крупных холдингов осуществил выкуп акций дочерних предприятий с рынка. Предпринимаются и другие стандартные ходы для кризисного времени.

В то же время в ряде корпораций начата активная работа с миноритарными акционерами. Наиболее яркими примерами в данном случае являются Сбербанк и ВТБ, осуществившие «народные IPO». В ВТБ даже создан Консультативный совет акционеров, в который вошли наиболее известные акционеры из числа миноритарных акционеров ВТБ. Однако, как представляется, эти меры направлены, прежде всего, на предотвращение «бунта мелких акционеров», возмущенных многократным падением стоимости акций, приобретенных ими в ходе «народных IPO». Тем не менее такие меры, безусловно, способствуют повышению качества корпоративного управления.

Снижение интереса корпораций к фондовому рынку обусловлено соотношением «плюсов» и «минусов» от активного использования ими возможностей фондового рынка. В условиях кризиса привлечение средств на фондовом рынке затруднено, а в большинстве случаев невозможно, в то время как издержки, связанные с надлежащим исполнением своих обязанностей по отношению как к кредиторам, так и акционерам, не изменились в абсолютном выражении, а в сравнении с возможностями такого исполнения даже увеличились. В развитых экономиках такие издержки распределяются в рамках долгосрочного периода, значительную часть которого составляют «успешные» годы, в которые возможно привлечение относительно недорогих финансовых ресурсов. В российских условиях значительное число корпораций ориентируются на существенно более краткосрочные перспективы, в связи с чем надлежащее исполнение обязательств для многих из них кажется неэффективным. Поэтому наи-

более заметным проявлением снижения интереса к фондовому рынку является поведение значительной части корпораций на рынке корпоративных облигаций (см. ниже).

Второй аспект изменений так или иначе связан с теоретически ожидавшимся усилением процессов перераспределения собственности, свойственным любому кризису. Перераспределение собственности происходит, но в реальности оно происходит в значительной мере в пользу государства и квазигосударственных структур. Способствовать перераспределению собственности может также продажа крупнейшими компаниями части своих активов, в том числе для погашения долгов перед кредиторами<sup>42</sup>. Однако в то же время заметных процессов перераспределения собственности в России с участием частных инвесторов не наблюдается, что связано с выбранными правительством приоритетами антикризисной политики. Поэтому в совокупности передел собственности, вопреки ожиданиям, имел очень ограниченные масштабы. Упор на социальную стабильность ведет к сокращению интенсивности процессов банкротств и, соответственно, к снижению возможностей перехода собственности к более эффективным собственникам.

Следствием ограниченности процесса перераспределения собственности выступает оппортунизм в отношениях с кредиторами. В этом отношении показательны способы урегулирования дефолтов по корпоративным облигациям.

В течение первого периода урегулирования просроченных долгов по корпоративным облигациям (октябрь — декабрь 2008 г.) многие российские корпорации были готовы предпринимать действия, направленные на активное предотвращение банкротства. В этот период 31% предприятий, попавших в ситуацию технического дефолта, мобилизовали все возможности для того, чтобы расплатиться по обязательствам и предотвратить полноценный дефолт, 22% стремились избежать банкротства уже после полного дефолта путем проведения переговоров о реструктуризации обязательств, 47% не делали ничего.

---

<sup>42</sup> По данным, приводимым С. Алексахено, внешняя задолженность российского корпоративного сектора к осени 2008 г. составляла около 500 млрд долл., из которых 200 млрд приходилось на кредиты со сроком погашения до конца 2009 г. (Алексахено С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. 2008. № 11).

В 2009 г. сначала исчезла вторая категория предприятий, затем стала активно сокращаться первая группа. В результате доля предприятий, исполнивших свои обязательства по корпоративным облигациям, находясь в ситуации технического дефолта, снизилась до 10% от общего количества технических дефолтов за первые 9 месяцев 2009 г. 90% технических дефолтов 2009 г. превратились в полноценные дефолты. Предложения по реструктуризации от эмитентов, допустивших дефолт, поступали до мая 2009 г., после чего прекратились.

Представляется, что основным фактором изменения поведения российских корпораций стала проводимая государством политика по спасению российских корпораций от банкротства. Сигнал правительства был услышан компаниями, и они существенно уменьшили свои усилия по самостоятельному уходу от банкротства. Благодаря этому росла и общая норма технических дефолтов: с 5% в октябре 2008 г. до 16% в феврале 2009 г. с последующим ростом до 18–26% летом 2009 г. Неисполнение обязательств по облигациям стало массовым, типовым поведением российских корпораций, многие из которых, даже имея возможность исполнить свои обязательства, предпочитают этого не делать, будучи уверенными, что власть не допустит их банкротства исходя из угрозы социальной нестабильности, которую могут создать массовые увольнения.

Снижение нормы технических дефолтов осенью 2009 г. не было связано ни с какими существенными изменениями ни государственной политики, ни политики корпораций, имеющих в обращении на рынке облигации. Просто все корпорации, которые в силу обстоятельств или желания их собственников выбрали тактику неисполнения обязательств, в течение года ушли с рынка. Оставшиеся, пройдя тяжелый период и получив определенные репутационные выгоды от надлежащего исполнения обязательств в этот период, постепенно вновь возвращаются на рынок и привлекают новые облигационные займы, реализуя полученные выгоды.

Следует отметить, что на первом этапе часто используемым механизмом ухода от банкротства после дефолта была конвертация долга в собственность (конверсия долга). Как известно, существует две основные формы урегулирования долга после дефолта — реструктуризация и конверсия<sup>43</sup>. Среди корпораций, объявивших дефолт по корпоративным облигациям в октябре — декабре 2008 г. и начавших

<sup>43</sup> Подробнее см.: Данилов Ю.А. Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика. М.: ГУ ВШЭ, 2002. С. 404–416.

переговоры с кредиторами, половина выбирала конверсию. Вместе с тем российские корпорации вплоть до осени 2009 г. не прибегали к возможностям рынка акций для спасения от банкротства (практика IPO в этих целях достаточно широко распространена на цивилизованных рынках).

Лишь через год после начала острой фазы кризиса появились первые сообщения о готовящемся IPO, главной целью которого выступает ослабление долговой нагрузки и, соответственно, спасение от банкротства. РУСАЛ готовится к размещению своих акций в Гонконге и Париже<sup>44</sup>. Однако справедливости ради следует заметить, что с формальной точки зрения данная корпорация не является российской.

Необходимо также упомянуть о формально публичном размещении акций ОАО «ВТБ», проведенном в сентябре 2009 г. также с целью ослабления долговой нагрузки. Однако в реальности в ходе такого формально публичного размещения 99,95% акций выкупил по закрытой подписке основной акционер — государство, еще 0,02% пришлось на прочих акционеров, воспользовавшихся преимущественным правом, и еще 0,03% было размещено по открытой подписке «среди широкой публики».

Оппортунизм проявляется не только в отношениях с кредиторами. Кризис мало отразился на готовности российских корпораций платить переменное вознаграждение своим менеджерам. В сочетании с отказом от выплат дивидендов такое поведение указывает на явное неравноправие в российской модели корпоративного управления ее различных субъектов: интересы менеджеров корпораций ставятся заведомо выше интересов акционеров, по крайней мере, миноритарных. Продолжение практики выплаты в условиях кризиса переменного вознаграждения менеджерам свойственно и для государственных корпораций<sup>45</sup>.

Таким образом, реакция компаний на кризис в целом была рациональной, но она не способствовала улучшению корпоративного управления. Скорее можно говорить о том, что возросшая неопределенность рынков, а также нестабильность и противоречивость «правил игры», задаваемых государством, приводили к сокращению горизонта интересов у ключевых участников корпоративных отношений и подталкивали их к оппортунистическому поведению.

<sup>44</sup> Ведомости. 20 октября 2009 г.

<sup>45</sup> Казьмин Д. Бедные начальники // Ведомости. 16 сентября 2009 г.

## Вместо заключения: следствия для политики

В последние 15–20 лет в рамках процессов глобализации в мире наблюдалась тенденция к формированию общих принципов и стандартов корпоративного управления. Основой для этого процесса «унификации» служила определенная «базовая» модель корпоративного управления, которая предполагала «рыночную» оценку стоимости компаний и расширяла для них возможности привлечения внешнего финансирования через механизмы фондового рынка. Выбор именно этой модели в качестве «базовой» во многом был предопределен последствиями «азиатского кризиса» 1997 г., который продемонстрировал неэффективность банковского мониторинга деятельности крупных корпораций-заемщиков в условиях преимущественно концентрированной структуры собственности и контроля.

Атрибутами «базовой» модели также считались более рыночные механизмы регулирования взаимоотношений ключевых участников корпоративных отношений, включая стимулирование менеджмента в зависимости от динамики капитализации компании на фондовом рынке, более высокую мобильность менеджмента и работников, меньшую привязку компаний к «локальным сообществам» — в силу глобализации их производственной деятельности. Компаниями из развивающихся и переходных экономик, а также правительствами этих стран данная модель во многом воспринималась как идеал, к которому национальные фирмы должны стремиться для того, чтобы преуспеть в глобальной конкуренции.

Кризис 2008–2009 гг. показал, что наряду с бесспорными преимуществами данная модель имеет свои слабые стороны. Эта модель позволяла привлечь финансирование на более выгодных условиях и обеспечивала быстрый рост компаний. Однако одновременно она усиливала противоречия между краткосрочными интересами менеджмента и долгосрочными интересами развития бизнеса — при общем ослаблении позиций крупных акционеров (в силу размывания их пакетов в ходе многократных IPO).

Эти противоречия стали одним из ключевых факторов кризиса и, по нашему мнению, сегодня в сфере корпоративного управления неизбежным будет своего рода «обратное движение маятника» — с восстановлением интереса к *старым механизмам мотивации менеджеров* (материальным и нематериальным), обеспечивавшим привязку их

личных интересов к долгосрочным интересам компании. В этом ряду можно приводить не только политику пожизненного найма, в течение многих десятилетий применявшуюся ведущими японскими фирмами, но также политику «входа снизу», предполагающую для менеджеров возможность продвижения на высшие управленческие должности только после успешной работы на низших позициях (используется в Philip Morris, «МакДональдс» и ряде других крупных глобальных компаний).

Наряду с этим неизбежно повышение интенсивности *поиска новых механизмов включения менеджеров в состав акционеров — с созданием у них предпринимательской мотивации*. В последние годы корпорации, в том числе и российские, экспериментируют, пытаясь создать эффективный институт мотивации менеджеров и синхронизации их интересов с интересами корпорации и ее собственников<sup>46</sup>. Как показывает опыт, эксперименты такого рода оказываются успешными лишь тогда, когда топ-менеджеры являются крупными акционерами и в случае падения капитализации компании им есть что терять, а противостоящие им внешние инвесторы не обладают контрольным пакетом, но в то же время не являются миноритариями, которые без больших потерь могли бы продать свои акции на рынке. В этих условиях обе стороны оказываются вынуждены считаться с интересами друг друга. Примерами успешной реализации такого рода подходов является деятельность фонда Iozma по созданию венчурной индустрии в Израиле, а также инвестиции ЕБРР в переходных экономиках. Движение в этом направлении, на наш взгляд, более вероятно для компаний, сохранивших концентрированную структуру собственности и контроля и готовых пойти на изменение модели своего развития — с ориентацией на венчурные схемы финансирования иницилируемых ими новых бизнес-проектов.

Еще одно направление изменений может быть связано с повышением устойчивости компаний за счет разного рода «альянсов»

---

<sup>46</sup> Можно привести несколько примеров таких поисков новых форм: продажа менеджерам привилегированных акций с дивидендами, размер которых привязан к чистой прибыли; продажа менеджерам бездивидендных акций с обязательством корпорации выкупить их по цене, зависящей от показателей деятельности корпорации; продажа менеджерам обыкновенных акций с двусторонними обязательствами (со стороны менеджеров — продать в момент увольнения; со стороны корпорации — купить по прозрачно рассчитываемой цене, в которой учитываются или не учитываются такие параметры, как срок работы в корпорации, успешность деятельности конкретного менеджера и т.д.).

с ключевыми стейкхолдерами — не только по линии «акционеры — менеджеры», но и по линиям «акционеры — государство» и «акционеры — работники». Возможный пример такого рода — концерн «Фольксваген», который отличается нестандартными механизмами корпоративного управления (с представительством работников и региональных властей) и который прошел кризис намного успешнее других автомобильных компаний. Очевидно, что такие альянсы будут более затратными, но в долгосрочной перспективе они обеспечивают больший баланс интересов ключевых стейкхолдеров и могут стать предпосылкой для повышения устойчивости компании на фоне возросшей неопределенности рынков.

Вместе с тем необходимо сознавать, что у всех этих старых и новых механизмов взаимодействия есть «обратная сторона медали». Они могут стимулировать большую приверженность менеджеров интересам компании, могут обеспечивать лояльность внешних стейкхолдеров, но они сложнее в управлении и требуют больших затрат, включая длительность согласования и принятия решений. Эти механизмы также оказываются менее гибкими, — в особенности в ситуации, когда необходимо принимать болезненные решения, сокращать расходы, менять поставщиков.

Кризис 2008–2009 г. показал, что идеальной модели корпоративного управления не существует. И поэтому неизбежен *поиск новых, более эффективных форм организации крупного бизнеса*. Этот поиск будет опираться на уже существующую нестандартную практику, будет идти через эксперименты, сочетающие в себе элементы разных моделей, и с высокой степенью вероятности будет вести к появлению более сложных механизмов корпоративного управления. От компаний этот процесс будет требовать большей гибкости и готовности к апробированию новых инструментов и механизмов корпоративного управления.

На этом глобальном фоне российские компании обладают существенной спецификой. С одной стороны, в большинстве случаев они сохранили концентрированную структуру собственности и контроля. И их сегодняшним контролирующим акционерам «есть чем делиться» с менеджментом — если думать о стимулах к инициативе и т.д. Но в отличие от своих глобальных конкурентов российские компании существуют в качественно ином институциональном окружении. Причем вопреки сложившимся представлениям проблема ско-

рее не в качестве самих институтов, а в их нестабильности. Ни одна российская компания не может гарантировать реализуемость своих долгосрочных целей — в силу постоянного изменения действующих «правил игры». (Для сравнения: в Китае уровень корпоративного управления не лучше российского, но стабильность «правил игры» создает необходимые стимулы для собственников компаний и для инвесторов.)

Хроническая нестабильность «правил игры» в России реализуется в двух измерениях. На политическом уровне все чаще говорится одно («мы хотим инноваций и модернизации», «мы создаем диктатуру закона»), а делается другое (поддержка оказывается социально значимым, но низкоэффективным компаниям, приближенным к правительству; закон применяется избирательно и не затрагивает представителей государства). На бюрократическом уровне постоянно инициируется масса новых частных изменений законодательства, которые объясняются благими целями, но по факту ведут к перманентному изменению «правил игры». Результатом обеих тенденций является то, что компании не в состоянии выстраивать долгосрочные стратегии и формировать соответствующую систему долгосрочных стимулов.

Эта проблема нестабильности «правил игры» не может быть решена бизнесом. Это проблема акторов, действующих на стороне государства, которые наконец должны осознать разницу между собственными краткосрочными конъюнктурно-политическими целями и долгосрочными целями развития страны, а также должны поставить себя в рамки закона.

В отсутствие таких изменений и при сохранении доминирования государства в экономике для российских компаний единственным способом гарантировать себе стабильность «правил игры» будут дальнейшие попытки формальной и неформальной интеграции с государством — в лице его отдельных представителей. При этом постольку, поскольку Россия уже является частью глобального рынка, российские фирмы — так же, как и их зарубежные конкуренты, — будут участвовать в поиске новых форм организации крупного бизнеса. Но при неопределенности «правил игры» это движение на уровне фирм в России будет идти медленнее, чем в других странах, и в результате мы по-прежнему будем отставать от наших конкурентов.



## Приложение

### Краткая характеристика принятых в период кризиса законов и обсуждаемых законопроектов в сфере корпоративного управления

Для оценки вероятных изменений в корпоративном управлении в ближнесрочной и среднесрочной перспективе, особенностей корпоративного поведения компаний в данном приложении представлена краткая характеристика основных законов (иногда — отдельных законопроектов) в сфере корпоративного регулирования, принятых в период кризиса (табл. 1).

Мы акцентировались, прежде всего, на возможных рисках (проблемах) с позиций развития корпоративного управления в посткризисный период. Принятые законы, подготовленные законопроекты можно условно разделить по следующим трем группам:

(1) собственно корпоративное управление (механизмы и процедуры урегулирования корпоративных споров, порядок совершения сделок, ответственность членов органов управления обществ);

(2) долговые отношения (права залоговых кредиторов, механизмы увеличения конкурсной массы и реабилитационные процедуры в рамках института несостоятельности, процедуры реорганизации и права кредиторов, условия выпуска облигаций и механизмы защиты прав владельцев облигаций);

(3) антимонопольное регулирование (контроль за экономической концентрацией, уголовная ответственность за нарушение отдельных норм антимонопольного регулирования).

В рамках нашего очень краткого рассмотрения правовых актов мы стремились, с одной стороны, выделить предпосылки, мотивы, основания к принятию этих актов, а с другой стороны, выделить некоторые неоднозначные с нашей точки зрения нормы и оценить возможные проблемы, связанные с их применением и влиянием на поведение компаний. *Такой подход ни в коей мере не может рассматриваться в качестве некоторой целостной, «интегральной» оценки того или иного правового акта — главным для нас было обратить внимание на риски, связанные с отдельными нормами, а в некоторых случаях — на некоторые отдельные неоднозначные тренды в развитии корпоративного законодательства.*

### 1. Законы (законопроекты), непосредственно определяющие изменения в нормах корпоративного управления

#### 1.1. Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 312-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации»

Данный закон определил принципиальные изменения в правовом положении обществ с ограниченной ответственностью и нормах корпоративного управления в этих обществах.

Данный закон декларировался как инструмент решения, прежде всего, следующих проблем:

возможность свободного выхода из общества с ограниченной ответственностью часто используется как способ уклонения от имущественных претензий за убытки, причиненные самому обществу и его кредиторам;

ООО представляет собой удобную форму для создания «фирм-однодневок» для уклонения от уплаты налогов;

выход отдельных участников из ООО с последующей выплатой реальной стоимости доли провоцирует выход из ООО и других участников, при этом последний из участников вынужден нести бремя по управлению ООО и поддержанию его деятельности (либо осуществить его ликвидацию).

В качестве *наиболее важных новаций*, связанных с решением отмечавшихся проблем, можно отметить следующие:

(1) ограничения на выход из состава участников — участник общества вправе выйти из него, только если это предусмотрено уставом; не допускается выход участника или участников из общества, если это приведет к тому, что в обществе не останется ни одного участника;

(2) ограничение на отчуждение доли — введено преимущественное право участников общества и самого общества на покупку доли, отчуждаемой третьим лицам;

(3) дополнительные требования к форме сделки по отчуждению доли — требуется обязательное нотариальное удостоверение таких сделок.

Однако необходимо заметить, что круг изменений существенно шире — *Закон об обществах с ограниченной ответственностью существенно расширился за счет уточнения (введения) на основе определенной унификации с акционерным законодательством норм по порядку совершения и оспаривания сделок общества, по обязанности общества вести список участников, по реорганизации обществ с ограниченной ответственностью.*

Отметим, что по состоянию на декабрь 2009 г. в России насчитывалось более 3 млн 200 тыс. обществ с ограниченной и дополнительной ответственностью, их удельный вес в общем числе юридических лиц — около 76%.



В этой связи, как в силу широчайшего круга субъектов (обществ с ограниченной ответственностью), деятельность которых затрагивает данный закон, так и вследствие исключительной масштабности изменений и дополнений, внесенных в Закон об обществах с ограниченной ответственностью, *данный закон представляется, пожалуй, самым значительным в плане нормативных изменений в регулировании корпоративного управления.*

С позиций текущей деятельности обществ с ограниченной ответственностью *особенно значимым может оказаться перенос на их уровень акционерных норм по совершению сделок с заинтересованностью и крупных сделок, при этом необходимость данных изменений существенно не аргументировалась.*

По нашему мнению, *это может существенно повысить издержки корпоративного управления в небольших фирмах (а ООО – это, чаще, малые предприятия), при этом возрастают как риск массового неисполнения на практике новых норм, так и риск «имитации» новых нормативных институтов в практическом корпоративном управлении.*

**1.2. Федеральный закон от 9 февраля 2009 г. № 9-ФЗ «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных нарушениях в части усиления административной ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах и федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части уточнения определения и конкретизации признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг»**

Данный закон направлен на защиту прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг путем усиления административной ответственности за правонарушения, совершаемые в сфере корпоративного законодательства и законодательства о рынке ценных бумаг, и распространяется как на акционерные общества, так и общества с ограниченной ответственностью.

*Основные новации:*

предоставление федеральному органу исполнительной власти в области финансовых рынков (ФСФР России) права рассматривать дела об административных правонарушениях за непредставление или несвоевременное представление сведений, представление которых предусмотрено законом и необходимо для осуществления этим органом его законной деятельности;

определена возможность проведения ФСФР России административного расследования после выявления административного правонарушения в области финансового рынка;

установлена административная ответственность за нарушение требований законодательства о хранении документов обществом, о нераскрытии информации эмитентом;

установлена административная ответственность за нарушения законодательства о порядке подготовки и проведения общих собраний акционеров, участников обществ с ограниченной ответственностью и владельцев инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов;

определено, что административную ответственность наряду с должностными лицами (руководителями и другими работниками) несут иные лица, в ряде случаев являющиеся субъектами административного правонарушения, такие как члены советов директоров, ликвидационных комиссий, счетных комиссий.

*В значительной мере данный закон определяется интересами регулятора (ФСФР России) в плане получения более сильных инструментов воздействия на нарушителей норм – штрафы по соответствующим административным правонарушениям возросли на порядок, а срок давности привлечения к административной ответственности по соответствующим нормам увеличен до одного года. Размер штрафов дифференцирован только по видам совершенных правонарушений, но не по их масштабам; кроме того, и для ОАО, и ООО как юридических лиц установлена одинаковая ответственность. В этой связи возникает вопрос о соразмерности наказания совершенному нарушению. Отметим также, что закон отражает также стремление регулятора расширить ответственность (пока административную) членов советов директоров.*

По нашему мнению, *с учетом существующей проблемы ограниченного «инфосмента» по корпоративным нормам и в сочетании с резким повышением размера штрафов за административные правонарушения, есть риск выборочного применения принятых норм.*

**1.3. Федеральный закон от 3 июня 2009 г. № 115-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и статью 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»**

Данный закон направлен на сокращение в акционерных обществах внутрикорпоративных конфликтов, поддержание разумного баланса интересов в отношениях миноритарных и мажоритарных акционеров. Принятие данного закона декларировалось с позиций борьбы с «рейдерством», возможностями со стороны отдельных акционеров оказывать деструктивное воздействие на деятельность акционерного общества, блокировать принятие решений по назначению исполнительного органа общества, а также необходимость расширения

инструментов разрешения тупиковых ситуаций в деятельности совета директоров. Хотя нормы закона направлены на все акционерные общества, но можно заметить, что в качестве основных «субъектов» чаще назывались крупные, структурообразующие компании.

*Основные новации* данного закона:

введение института акционерных соглашений — по акционерному соглашению его стороны обязуются осуществлять определенным образом права по акциям, и (или) воздерживаться от осуществления указанных прав (акционерным соглашением может быть предусмотрена обязанность его сторон голосовать определенным образом на общем собрании акционеров, согласовывать вариант голосования с другими акционерами, приобретать или отчуждать акции по заранее определенной цене и (или) при наступлении определенных обстоятельств, воздерживаться от отчуждения акций до наступления определенных обстоятельств, а также осуществлять согласованно иные действия, связанные с управлением обществом, с деятельностью, реорганизацией и ликвидацией общества);

в случаях, если на двух заседаниях совета директоров, созданных в течение двухмесячного периода, не было принято решение по указанному вопросу (в том числе и по причине отсутствия кворума), то решения по этому вопросу принимаются общим собранием акционеров;

владелец не менее чем 2% голосующих акций акционерного общества вправе предложить кандидатуры для избрания в совет директоров, кандидатуру на должность единоличного исполнительного органа общества.

*Наиболее важным представляется введение института акционерных соглашений, что существенно расширяет возможности для урегулирования корпоративных споров. В целом данный закон может оказать позитивное воздействие на развитие корпоративного управления, прежде всего в крупных акционерных обществах.*

#### **1.4. Федеральный закон от 19 июля 2009 г. № 205-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»**

Данный закон направлен на совершенствование процедур урегулирования корпоративных споров в хозяйственных товариществах и обществах, кооперативах. Принятие данного закона связывалось с необходимостью противодействия корпоративным захватам, сокращения количества корпоративных конфликтов, ограничения предпосылок для использования «административного ресурса» в борьбе за корпоративный контроль, ограничения возможности инициирования судебных разбирательств по корпоративному конфликту одновременно в нескольких судах.

Хотя данный закон обусловил изменения в ряде законов, в частности «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О производственных кооперативах», «О сельскохозяйственной кооперации»,

но, по нашему мнению, особенно важны изменения, внесенные в Арбитражный процессуальный кодекс в части определения корпоративных споров, порядка их рассмотрения.

Данный закон определяет внесение не только важных изменений в Арбитражный процессуальный кодекс, но также и принципиальных дополнений в виде Главы 28.1. «Рассмотрение дел по корпоративным спорам» и Главы 28.2. «Рассмотрение дел о защите прав и законных интересов группы лиц».

Можно отметить *следующие новации*:

обеспечение непротиворечивости судебных актов, принимаемых при рассмотрении корпоративных споров — введено правило о соединении в одно производство тесно связанных между собой требований, вытекающих из одного корпоративного спора;

ограничение возможностей для целенаправленного воспрепятствования деятельности предприятий, ставших объектами борьбы за корпоративный контроль — заявления должны рассматриваться арбитражным судом по месту нахождения соответствующего юридического лица; уточнены допустимые обеспечительные меры, при этом суд может потребовать встречное обеспечение от лица, по заявлению которого вводятся обеспечительные меры;

повышение уровня реальной доступности правосудия по корпоративным спорам, расширение возможностей для вступления в дело — определен механизм присоединения к требованиям о защите прав и законных интересов;

расширение возможностей для примирения сторон корпоративного спора в ходе судебного разбирательства;

обеспечение требований к информированию — введены нормы об обязательном информировании юридического лица, в связи с деятельностью, управлением или участием в котором возник корпоративный спор; обеспечительные меры могут быть введены только при обязательном извещении всех лиц, участвующих в деле.

*В целом данный закон представляется исключительно важным и необходимым, так как он — один из немногих принятых законов в сфере корпоративного управления, которые направлены на совершенствование практического правоприменения в области корпоративного регулирования.*

#### **1.5. Законопроект ФСФР России «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части привлечения к ответственности членов органов управления хозяйственных обществ)**

Данный законопроект представляется важным оценить в связи с тем, что он выглядит базовым элементом наметившейся линии на повышение ответственности членов органов управления хозяйственных обществ, в частности членов советов директоров (наблюдательных советов) и руководителя общества. Законопроект определяет существенные изменения, в частности в Закон

об акционерных обществах и Закон об обществах с ограниченной ответственностью.

Некоторые из *предлагаемых новаций*:

общество или акционер (акционеры), владеющие не менее чем 1% обыкновенных акций общества, вправе обратиться в суд с иском к руководителям общества, а также к членам органов управления, о возмещении причиненных обществу убытков;

члены совета директоров общества, лицо, занимающее должность (осуществляющее функции) единоличного исполнительного органа общества, члены коллегиального исполнительного органа общества несут в случаях, предусмотренных настоящим Федеральным законом и иными федеральными законами, субсидиарную с обществом ответственность перед его акционерами, владельцами иных эмиссионных ценных бумаг общества и (или) иными лицами за убытки, причиненные их виновными действиями (бездействием);

если ответственность несут несколько лиц, их ответственность перед обществом, его акционерами или третьими лицами является солидарной;

руководитель общества считается виновным, если при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей он действовал неразумно и (или) недобросовестно;

отсутствие обстоятельств, свидетельствующих о том, что руководитель общества действовал неразумно и (или) недобросовестно, доказывается руководителем общества.

В конструкции норм, усиливающих ответственность членов органов управления хозяйственных обществ достаточно четко прослеживается развитие подходов, отраженных во введенных нормах по конкурсному оспариванию сделок должника (см. комментарий по Федеральному закону от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»).

Здесь опять же презюмируется виновность руководителя общества (в данном случае – неразумность и (или) недобросовестность), при этом признаки, к примеру, неразумности опровергнуть будет весьма сложно – законопроект определяет, что руководитель общества действовал неразумно, если: 1) он принял решение без учета имеющейся у него и (или) представленной ему информации; 2) до принятия решения он не предпринял действий, направленных на получение необходимой для принятия решения информации, которые обычно предпринимаются при сходных обстоятельствах.

При общей позитивной оценке отдельных норм данного законопроекта, связанных с определением требований к членам органов управления хозяйственных обществ, детализацией порядка их назначения и снятия с должности, уточнением их прав, в целом данный *законопроект существенно повышает риски для предпринимателей, собственников предприятий, может существенно осложнить про-*

*цессы принятия сложных и неоднозначных решений, которые требуются в реальной конкурентной борьбе.* В известной мере отдельные члены совета директоров могут быть мотивированы к голосованию против каких-либо сложных решений (так как в этом случае они освобождаются от ответственности за возможные последствия принятых решений).

*Данный законопроект может создать более выгодные условия для деятельности хозяйствующих субъектов, находящихся под официальным или скрытым административным контролем со стороны государственных органов власти, особенно на региональном уровне. Возможным также представляется усиление мотиваций к «теневизации» реальных собственников компаний, назначению номинальных директоров, разделение лиц, реально принимающих решения, и лиц, на которые законодательно может быть возложена ответственность.*

## **2. Законы (законопроекты), непосредственно меняющие баланс прав организации-должника, ее акционеров (участников), кредиторов**

### **2.1. Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество»**

Данный закон принят в рамках антикризисной политики государства (п. 3 Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики). Закон направлен на упрощение процедуры обращения взыскания на заложенное имущество и ускорение процедуры реализации заложенного имущества. Данным законом внесены существенные изменения в Закон о залоге, Закон об ипотеке (залоге недвижимости), Закон о несостоятельности (банкротстве), Закон об исполнительном производстве.

*Основные новации:*

возможность заключения соглашения с должником о внесудебной реализации предмета залога в любое время;

введение критериев незначительности и несоразмерности – взыскание не может быть обращено на залог, если сумма неисполненного обязательства составляет менее 5% от оценки предмета залога по договору о залоге, а также если период просрочки составляет менее 3 месяцев;

если сторонами договора о залоге движимого имущества являются юридические лица или индивидуальные предприниматели, залогодержатель вправе, в случае неисполнения должником своего обязательства, оставить предмет залога за собой или продать его третьему лицу;

дополнительно к реализации имущества на публичных торгах определены также следующие возможности реализации залога: передача предмета залога

в собственность залогодержателя; продажа залогодержателем предмета залога третьему лицу без проведения торгов

усиление прав залоговых кредиторов в рамках процедур несостоятельности — возможность при согласии арбитражного суда реализации предмета залога в рамках финансового оздоровления и внешнего управления и удовлетворения требований залогового кредитора, не дожидаясь конкурсного производства; преимущественное удовлетворение требований залоговых кредиторов в конкурсном производстве перед всеми кредиторами за счет реализации предмета залога, а не в общей очереди (при этом 70% из суммы, вырученной от продажи предмета залога, направляется на удовлетворение требований залоговых кредиторов, а если кредитор банк, то 80%).

Необходимо обратить внимание, что данный закон установил временную норму (до 1 января 2010 г.), отменяющую применение статьи 84.2. в Законе об акционерных обществах (об обязательном предложении о приобретении акций ОАО) в следующих случаях:

приобретение кредитными организациями прав собственности на акции ОАО, являвшиеся предметом залога, в результате обращения взыскания на такие акции или в результате отступного;

приобретение третьими лицами у кредитной организации прав собственности на акции ОАО, являвшиеся предметом залога и приобретенные кредитной организацией в результате обращения взыскания на такие акции или в результате отступного;

приобретение третьими лицами прав собственности на акции ОАО, являвшиеся предметом залога и реализованные на торгах или третьему лицу в результате обращения взыскания на такие акции либо в результате отступного.

*По нашему мнению, в период 2009 г., в условиях кризиса закон расширил предпосылки для перераспределения собственности, усилил возможности и интерес банков к получению прямого или косвенного (через аффилированные структуры) корпоративного контроля над крупными компаниями-должниками.*

В целом данный закон существенно усиливает позиции кредиторов (прежде всего, банков), права требования которых обеспечены залогом. С одной стороны, права залоговых кредиторов нуждаются в дополнительной защите. Однако ряд норм закона, особенно связанных с новыми формами реализации залога (передача в собственность залогодержателю, продажа третьему лицу без проведения торгов), существенно расширяют возможности для злоупотребления правами со стороны кредиторов.

## **2.2. Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 315-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»**

Данный закон принят в рамках антикризисной политики государства (п. 7 Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики). Данный закон связывался с необходимостью облегчить процессы реорганизаций российских компаний (а также российских банков), обеспечить условия для ускорения межотраслевых переливов капитала, оптимизировать процедуры реорганизации в форме слияний и присоединений. Предполагалось, что в условиях финансового кризиса это позволит российским компаниям быстрее реконфигурировать параметры бизнеса и приспособиться к новым внешним условиям.

Цель данного закона — облегчить процедуры реорганизации компаний (банков) в форме ОАО путем исключения безусловного права кредиторов на досрочное погашение долга в случае реорганизации.

### *Основные новации:*

кредиторы открытого акционерного общества, реорганизуемого в форме слияния, присоединения или преобразования, вправе в судебном порядке потребовать досрочного исполнения обязательства или прекращения обязательства и возмещения убытков в случае, если реорганизуемым юридическим лицом, его участниками или третьими лицами не предоставлено достаточное обеспечение исполнения соответствующих обязательств;

требования, заявляемые кредиторами, не влекут приостановления действий, связанных с реорганизацией; если обязательства перед кредиторами реорганизуемого должника обеспечены залогом, то такие кредиторы не вправе требовать предоставления дополнительного обеспечения;

если требования о досрочном исполнении или прекращении обязательств и возмещении убытков удовлетворены после завершения реорганизации, вновь созданные в результате реорганизации (продолжающие деятельность) юридические лица несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного юридического лица;

детализация правил, касающихся раскрытия информации о реорганизации юридических лиц в части порядка уведомления органа, осуществляющего государственную регистрацию юридических лиц, о начале процедуры реорганизации; опубликования сообщений о реорганизации.

Необходимо обратить внимание, что в ходе обсуждения законопроекта в Государственной Думе произошли, по крайней мере, два существенных изменения:

первое — сначала предполагалось, что исключение нормы о праве кредитора при реорганизации компании требовать прекращения или досрочного исполнения обязательства будет распространяться на все хозяйственные общества (в том числе на ООО), но затем «облегчение» реорганизации было установлено только для открытых акционерных обществ;



второе — из законопроекта ко второму чтению была исключена норма по дополнению Гражданского кодекса Статьей 57.1. «Аннулирование правовых последствий реорганизации», которая содержала наиболее существенные гарантии для реорганизуемого юридического лица, его собственников, кредиторов, в частности:

решение о реорганизации, принятое с нарушением требований законов, может быть признано недействительным по заявлению учредителя (участника) реорганизуемого юридического лица;

члены совета директоров, единоличный исполнительный орган, члены коллегиального исполнительного органа несут солидарную ответственность за ущерб, причиненный по их вине юридическому лицу, его участникам и кредиторам в результате реорганизации.

*По нашему мнению, хотя данный закон и содержит некоторые нормы, направленные на обеспечение баланса интересов реорганизуемой компании и ее кредиторов, но в целом он направлен больше на защиту интересов реорганизуемых компаний, реорганизуемых банков, при этом есть риски нарушения прав не только кредиторов, но и отдельных собственников реорганизуемых компаний.*

### **2.3. Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»**

Данный закон принят в рамках антикризисной политики государства (п.1 Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики). Закон определяет изменения и дополнения в Закон о банках и банковской деятельности, Закон о несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций и в Закон о несостоятельности (банкротстве). Мы кратко рассмотрим только изменения, внесенные в Закон о несостоятельности (банкротстве).

Закон направлен на увеличение конкурсной массы должника посредством введения института конкурсного оспаривания сделок должника, направленных на отчуждение имущества или принятие имущественных обязательств, а также посредством включения в конкурсную массу имущества лиц, которые несут субсидиарную ответственность с должником. Необходимость принятия данного закона связывалась с тем, что в преддверии банкротства должники, должностные лица компаний часто совершают действия по уменьшению имущества, которое должно войти в конкурсную массу, в том числе вывод активов путем их продажи по заниженной цене.

#### *Основные новации:*

упрощение процедуры доказывания недействительности сделок, приведших к причинению убытков кредиторам; увеличение срока, в течение которого сделки, совершенные должником, могли существенно уменьшить конкурсную массу — конкретизированы основания для признания сделок должника недей-

ствительными (в частности, сделки, совершенные должником в течение года до принятия заявления о признании банкротом или после принятия указанного заявления, при неравноценном встречном исполнении обязательств другой стороной сделки; сделки, совершенные в течение 3 лет до принятия заявления о признании должника банкротом или после принятия указанного заявления, в результате которых был причинен вред имущественным правам кредиторов, если другая сторона сделки знала об этой цели должника к моменту совершения сделки);

расширение круга лиц, обязанных возместить убытки; создание механизма привлечения к субсидиарной имущественной ответственности лиц, способствовавших наступлению банкротства — кредиторы в случае недостаточности имущества компании-должника могут взыскать ее долги с контролировавших должника лиц (контролирующие лица — это лица, имеющие либо имевшие в течение менее чем за два года до принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом право давать обязательные для исполнения должником указания или возможность иным образом определять действия должника), при этом установлена субсидиарная ответственность контролирующих должника лиц по его обязательствам (эту ответственность контролирующие должника лица несут солидарно).

*Принципиальный момент связан с тем, что причинение контролирующим лицом вреда должнику презюмируется, а контролирующие лица должника должны доказывать, что действовали добросовестно и разумно в его интересах. Столь жесткий подход к защите прав кредиторов, по нашему мнению, порождает предпосылки к злоупотреблениям с их стороны, существенно нарушает права собственников компаний-должников.*

Отметим, что в законе указывается, что контролирующим должника лицом могут быть признаны, в частности, члены ликвидационной комиссии; лицо, которое было вправе совершать сделки от имени должника; лицо, которое имело право распоряжаться не менее чем 50% голосующих акций акционерного общества или более чем половиной доли уставного капитала общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью. В этой связи можно ожидать, что для обеспечения своей защиты мажоритарные собственники будут стремиться тем или иным образом «распределить», размыть свое участие в обществе через аффилированных лиц, в результате структура собственности компаний может стать еще менее прозрачной. В дополнение к этому для крупных компаний появятся дополнительные мотивации к заимствованию средств за рубежом, а для небольших компаний — ограничить или исключить в принципе заимствование средств.



#### 2.4. Законопроект Минэкономразвития России «О внесении изменений в Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» и Федеральный закон «Об исполнительном производстве» в части совершенствования реабилитационных процедур»

Разработку данного законопроекта можно рассматривать как одну из мер антикризисной политики государства, он разработан в соответствии с поручением Президента Российской Федерации по итогам заседания Государственного совета Российской Федерации от 6 марта 2009 г. Необходимость данного законопроекта связывалась с неэффективностью существующих процедур финансового оздоровления в рамках института несостоятельности в контексте усилившихся рисков банкротства отдельных крупнейших российских компаний в период кризиса. Цель законопроекта – создать условия, мотивирующие компании-должники (их собственников) своевременно (пока есть возможности для оздоровления) подать заявления о введении финансового оздоровления и получить определенную защиту от кредиторов на период финансового оздоровления.

##### *Основные новации:*

введение в институт несостоятельности норм о порядке досудебного урегулирования задолженности – до возбуждения производства по делу о банкротстве должник и кредиторы вправе заключить соглашение об урегулировании долгов, по которому они обязуются осуществлять определенным образом свои права и (или) воздерживаться от осуществления указанных прав, в том числе осуществлять права кредитора, направленные на получение имущества должника, осуществлять права должника, направленные на распоряжение принадлежащим ему имуществом, а также осуществлять согласованно иные действия, связанные с управлением имуществом должника;

введение финансового оздоровления только по заявлению должника;

назначение арбитражного управляющего, наделенного полномочиями по обеспечению сохранности имущества должника и контролю за реализацией должником плана финансового оздоровления; введение специального режима совершения сделок в ходе реализации плана финансового оздоровления;

приостановление исполнительного производства и запрет на возбуждение новых исполнительных производств в отношении кредиторов, требования которых возникли до подачи заявления о введении финансового оздоровления, в случае введения арбитражным судом финансового оздоровления в отношении должника;

предоставление права должнику представить в арбитражный суд согласованный с кредиторами план финансового оздоровления, предусматривающий погашение всех требований кредиторов в полном объеме в течение срока финансового оздоровления;

планом финансового оздоровления может быть предусмотрено деление требований конкурсных кредиторов и (или) уполномоченных органов на отдельные классы требований (в частности однородными конкурсными кредиторами могут быть признаны: (1) кредитные организации, страховые органи-

зации, профессиональные участники рынка ценных бумаг; (2) лица, основной предпринимательской деятельностью которых является поставка товаров, оказание услуг или выполнение работ; (3) владельцы облигаций, векселей и иных ценных бумаг);

в случае если план финансового оздоровления не согласован с кредиторами и (или) не утвержден арбитражным судом по решению кредиторов вводится либо внешнее управление, либо открывается конкурсное производство;

срок финансового оздоровления составляет 3 года с даты введения финансового оздоровления, который продлевается арбитражным судом на срок до 3 лет в случае утверждения плана финансового оздоровления, при этом совокупный срок финансового оздоровления не может превышать 5 лет; в случае, если план финансового оздоровления не выполняется, процедура прекращается, осуществляется переход к обычным процедурам, применяемым в деле о банкротстве.

Необходимо обратить особое внимание на порядок одобрения плана финансового оздоровления, принятие которого является ключевым элементом введения процедуры финансового оздоровления.

Во-первых, *арбитражный суд вправе по ходатайству должника утвердить план финансового оздоровления, если за его одобрение проголосовало менее 50%, но более 25% голосов от числа голосов конкурсных кредиторов и уполномоченных органов, присутствовавших на собрании кредиторов, при условии, что административный управляющий на основе анализа финансового состояния должника, данных отчета о финансовом состоянии должника, данных реестра требований кредиторов и иной доступной ему информации, представит арбитражному суду заключение саморегулируемой организации арбитражных управляющих, членом которой он является, о соответствии плана финансового оздоровления нормам закона.*

Во-вторых, *если конкурсные кредиторы, являющиеся членами одной группы лиц с должником, не выделены в отдельный класс или классы, они не участвуют в голосовании собрания кредиторов по вопросу одобрения плана финансового оздоровления* (при этом ходатайство об утверждении перечня и состава классов требований кредиторов должно подаваться в арбитражный суд до обращения к первому собранию кредиторов).

В-третьих, в случае *если конкурсный кредитор или уполномоченный орган не принимает участие в голосовании собрания кредиторов по вопросу одобрения плана финансового оздоровления, его голос считается поданным за одобрение плана, но при условии, что в результате выполнения плана финансового оздоровления они получают больше, чем при признании должника банкротом и не будут поставлены в худшие условия по сравнению с другими классами требований.*

По нашему мнению, данный законопроект является ответной реакцией на ранее принятые законы, усиливающие позиции кредиторов, и существенно усиливает позиции компаний-должников, их соб-

*ственников, при этом могут повыситься риски нарушения прав отдельных групп кредиторов. В то же время важным, позитивным изменением представляется введение возможности досудебного урегулирования задолженности.*

В целом данный законопроект может принципиальным образом изменить существующий институт несостоятельности, снизить его превентивное позитивное влияние на обеспечение исполнения кредитных обязательств (когда в силу жесткости процедур даже за счет угрозы применения процедур банкротства обеспечивается платежная дисциплина). *Предлагаемые изменения, по своей сути, ориентированы прежде всего на решение проблем отдельных крупных компаний, с которыми они столкнулись на начальной фазе кризиса, но распространены на все хозяйствующие субъекты и без ограничений во времени. Это может дополнительно повысить для банков риски кредитования бизнеса, что проявится, к примеру, в ужесточении требований к залоговому обеспечению, в целом ухудшит доступ, прежде всего небольших и средних компаний, к заемным ресурсам в посткризисный период.*

#### **2.5. Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 320-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5.2. Федерального закона «О рынке ценных бумаг»**

Данный закон принят в рамках антикризисной политики государства (п.10 Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики). Принятие закона объяснялось тем, что в условиях мирового финансового кризиса необходимо обеспечить крупнейшим российским предприятиям возможность финансирования текущей и инвестиционной деятельности за счет размещения облигаций среди российских банков.

Закон направлен на расширение возможностей выпуска биржевых облигаций.

##### *Основные новации:*

увеличение предельного срока исполнения обязательств по биржевым облигациям – с 1 года до 3 лет;

расширение круга субъектов, которым предоставлено права выпуска биржевых облигаций – такое право получили хозяйственные общества, государственные корпорации, международные финансовые организации (до этого такое право имели только открытые акционерные общества);

предоставление владельцам биржевых облигаций права на получение дохода не только в виде фиксированного процента, но и в виде переменной процентной ставки.

Необходимо отметить, что до принятия данного закона действовало требование, что акции эмитента биржевых облигаций должны быть включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, а после принятия данное требование изменилось: в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, должны быть включены акции и (или) облигации эмитентов. Таким образом, *право на выпуск биржевых облигаций получили, в том числе, те хозяйственные общества, 100% акций которых находятся в собственности государства.*

В целом данный закон направлен на обеспечение интересов крупнейших российских компаний, в том числе находящихся в государственной собственности, по привлечению финансовых средств за счет размещения облигаций среди российских банков. Вероятно, предполагалось, что данный закон будет принят «синхронно» с законом по дополнительной защите прав владельцев облигаций, однако соответствующий законопроект пока принят только в первом чтении.

#### **2.6. Законопроект «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части создания механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций)**

Данный законопроект разрабатывался в рамках антикризисной политики государства (п. 9 Плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики). Необходимость данного законопроекта связывалась с тем, что происходило снижение кредитного качества обращающихся долговых ценных бумаг, увеличение рисков потенциальных дефолтов, причем в период кризиса данная проблема существенно обострилась вследствие существенного ограничения возможностей российских компаний по рефинансированию.

##### *Основные новации:*

введение института «общего собрания владельцев облигаций» для выработки владельцами облигаций единого решения по вопросам, связанным с исполнением обязательств по облигациям);

общее собрание владельцев облигаций может быть создано эмитентом на основании его собственной инициативы, требования представителя владельцев облигаций, а также лица (лиц), являющегося владельцем не менее чем 10% находящихся в обращении облигаций;

общее собрание владельцев облигаций принимает решения по вопросам утверждения изменений и дополнений в решение о выпуске облигаций, о досрочном погашении облигаций, об обращении взыскания на заложенное имущество, о предоставлении эмитенту отсрочки исполнения обязательств по облигациям, о согласовании условий прекращения обязательств эмитента перед владельцами облигаций, о замене представителя владельцев облигаций;

решения общего собрания владельцев облигаций принимаются большинством общего числа голосов, предоставляемых облигациями их владельцам, при этом облигации, принадлежащие эмитенту и лицу (лицам), предоставившему обеспечение по этим облигациям, а также их аффилированным лицам, голосующими не считаются;

решение общего собрания владельцев облигаций является обязательным для всех владельцев облигаций, в том числе для тех, которые голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании, при этом самостоятельные требования владельцев облигаций не подлежат удовлетворению кроме специально оговоренных случаев;

введение института «представителя владельцев облигаций» для контроля за исполнением эмитентом облигаций своих обязательств, при этом назначение представителя владельцев облигаций является обязательным в случае публичного размещения облигаций (в иных случаях эмитент или владельцы облигаций имеют право принять решение о целесообразности назначения представителя владельцев облигаций).

В целом данный законопроект представляется *необходимым в плане обеспечения защиты прав владельцев облигаций и уже запоздавшим с учетом расширения в период кризиса числа корпоративных дефолтов*. В то же время есть существенные *риски, связанные с нарушениями прав «миноритарных» владельцев облигаций*, сговора эмитентов с крупными владельцами облигаций. *Серьезной проблемой может стать корректное определение перечня владельцев облигаций, которые имеют право присутствовать на общем собрании владельцев облигаций*.

### 3. Законы, связанные с антимонопольным регулированием

#### 3.1. Федеральный закон от 17 июля 2009 г. № 164-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О защите конкуренции» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»

Данный закон направлен на формирование более эффективных механизмов контроля экономической концентрации, развитие условий для недискриминационного доступа компаний на рынки.

##### *Основные новации:*

уточнение понятий «монопольно высокая цена» и «монопольно низкая цена» (возможность использования затратного критерия при отсутствии на территории Российской Федерации сопоставимого товарного рынка);

введение требований к устанавливаемым Правительством РФ правилам недискриминационного доступа на товарные рынки и (или) к товарам, производимым или реализуемым субъектами естественных монополий;

уточнение условий и порядка предоставления государственных и муниципальных преференций;

определение оснований для проведения проверок антимонопольными органами и уточнение их прав в ходе таких проверок;

существенное повышение пороговых значений активов и оборота компаний, при которых требуется предварительное согласие антимонопольного органа на совершение сделок, связанных с экономической концентрацией (по активам – с 3 до 7 млрд руб., по обороту – с 6 до 10 млрд руб.).

уточнение перечня сведений, представляемых в антимонопольный орган вместе с ходатайством (уведомлением) по контролируемым сделкам, а также основания для отказа.

В целом закон представляется важным этапом в повышении качества антимонопольного регулирования, особенно в части установления требований к правилам недискриминационного доступа к товарам (услугам) субъектов естественных монополий, *создания благоприятных условий для интеграционных процессов в среднем бизнесе*. Наряду с этим *корректность и четкость определения понятий монопольно высокой цены и монопольно низкой цены, как и прежде, вызывают сомнения*. Мы согласны с мнением известных экспертов<sup>47</sup> в области антимонопольного регулирования, что применение этих понятий в нынешнем виде может *негативно повлиять на инновационную активность крупного бизнеса* (например, по внедрению новых технологий для снижения издержек), причем эта проблема представляется особенно острой с учетом введения уголовной ответственности за злоупотребление доминирующим положением.

#### 3.2. Федеральный закон от 29 июля 2009 г. № 216-ФЗ «О внесении изменения в статью 178 Уголовного кодекса Российской Федерации»

Принятие данного закона связывалось с необходимостью повышения эффективности предупреждения и пресечения картельных соглашений и иных фактов монополистической деятельности.

Закон устанавливает уголовную ответственность за наиболее опасные виды запрещенных действий, признаваемых злоупотреблением доминирующим положением, в том числе за установление и поддержание монопольно высокой или монопольно низкой цены товара.

##### *Отдельные новации:*

определена возможность, в том числе, лишения свободы на срок до трех лет за неоднократные злоупотребления доминирующим положением, выразив-

<sup>47</sup> *Шаститко А., Авдашева С.* Ценные рассуждения // Российская газета. 3 июля 2009 г.

шимся в установлении и (или) поддержании монополюно высокой или монополюно низкой цены товара, необоснованном отказе или уклонении от заключения договора, ограничении доступа на рынок, если эти деяния причинили крупный ущерб гражданам, организациям или государству либо повлекли извлечение дохода в крупном размере;

неоднократным злоупотреблением доминирующим положением признается совершение лицом злоупотребления доминирующим положением более двух раз в течение трех лет, за которые указанное лицо было привлечено к административной ответственности;

крупным ущербом признается ущерб, сумма которого превышает один миллион рублей, а особо крупным ущербом – 3 млн руб.

Необходимо отметить, что данный закон существенно расширяет возможности применения уголовных санкций, так как добавлен такой признак, как извлечение дохода в крупном размере.

Данный закон, по-видимому, связан со стремлением регулятора получить более жесткие инструменты воздействия на крупный бизнес в силу неудовлетворенности теми результатами, которые были достигнуты при рассмотрении антимонопольных дел в арбитражных судах. В последнее время ФАС России активно использовал такой, весьма сильный инструмент, как оборотные штрафы для компаний, нарушающих антимонопольное законодательство, но компании довольно успешно стали оспаривать такие решения в судебных инстанциях.

Таблица П1. Рассматриваемые федеральные законы и законопроекты в сфере корпоративного управления

	Федеральные законы (принятые с декабря 2008 г.), способные оказать существенное влияние на изменение институтов в сфере корпоративного управления	Даты внесения в Государственную Думу и принятия в окончательной редакции	Основное содержание
1.	Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 296-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)»	28 февраля 2005 г. 24 декабря 2008 г.	Совершенствование законодательства о банкротстве в части полномочий саморегулируемой организации арбитражных управляющих, финансового оздоровления, внешнего управления

2.	Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество»	30 ноября 2008 г. 26 декабря 2008 г.	Совершенствование процедур реализации залога
3.	Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 312-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации»	6 сентября 2005 г. 24 декабря 2008 г.	Изменение правового положения общества с ограниченной ответственностью
4.	Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 315-ФЗ «О внесении изменений в федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»	18 сентября 2008 г. 26 декабря 2008 г.	Урегулирование отношений, возникающих по поводу реорганизации коммерческих организаций
5.	Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 320-ФЗ «О внесении изменений в статью 27.5.2. Федерального закона «О рынке ценных бумаг»	8 декабря 2008 г. 26 декабря 2008 г.	Изменение особенностей эмиссии и обращения биржевых облигаций
6.	Федеральный закон от 9 февраля 2009 г. № 9-ФЗ «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных нарушениях в части усиления административной ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах и Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части уточнения определения и конкретизации признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг»	30 марта 2007 г. 23 января 2009 г.	Усиление административной ответственности за нарушение требований законодательства об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах



7.	Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»	4 декабря 2008 г. 17 апреля 2009 г.	Совершенствование положений о конкурсном оспаривании сделок должника при осуществлении процедуры банкротства и привлечение к субсидиарной ответственности лиц, имеющих или имевших право дать указания, обязательные для исполнения должником
8.	Федеральный закон от 3 июня 2009 г. № 115-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и статью 30 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»	15 ноября 2006 г. (15 апреля 2008 г. внесен повторно) 22 мая 2009 г.	Уточнение порядка принятия решений советов директоров, введение акционерных соглашений
9.	Федеральный закон от 17 июля 2009 г. № 164-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О защите конкуренции» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»	11 января 2009 г. 3 июля 2009 г.	Совершенствование антимонопольного регулирования, порядка предоставления государственных преференций, механизма контроля экономической концентрации
10.	Федеральный закон от 19 июля 2009 г. № 195-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»	4 марта 2005 г. 24 июня 2009 г.	Согласование законодательства о банкротстве с нормами Налогового кодекса РФ
11.	Федеральный закон от 19 июля 2009 г. № 205-ФЗ «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»	15 января 2007 г. 3 июля 2009 г.	Совершенствование механизмов разрешения корпоративных конфликтов в хозяйственных товариществах и обществах, кооперативах; уточнение процедурных вопросов и подведомственности споров
12.	Федеральный закон от 29 июля 2009 г. № 216-ФЗ «О внесении изменений в статью 178 Уголовного кодекса Российской Федерации»	27 февраля 2009 г. 17 июля 2009 г.	Уголовная ответственность за нарушение антимонопольного законодательства
13.	Федеральный закон от 30 октября 2009 г. № 241-ФЗ «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации»	4 марта 2009 г. 14 октября 2009 г.	Уголовная ответственность за деяния, причиняющие существенный вред правам и интересам граждан и юридических лиц на рынке ценных бумаг

	Законопроекты, внесенные в Государственную Думу	Дата внесения в Государственную Думу и принятия в первом чтении	Основное содержание
1.	«О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком»	27 декабря 2008 г. 17 апреля 2009 г.	Определение понятия «инсайдерская информация», круга инсайдеров, требований к раскрытию информации и т.п.
2.	«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования порядка учета прав собственности при разрешении корпоративных конфликтов»	24 апреля 2009 г.	Совершенствование порядка учета прав собственности, уточнение требования к ведению реестра операций и реестра акционеров
3.	«О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»	17 июня 2009 г. 23 сентября 2009 г.	Создание механизмов, направленных на защиту прав владельцев облигаций

	Законопроекты	Ведомство, ответственное за разработку законопроекта	Основное содержание
1.	«О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах»	ФСФР, июнь 2009 г.	Создание условий для избрания независимых директоров
2.	«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»	ФСФР, август 2009 г.	Привлечение к ответственности членов органов управления хозяйственных обществ
3.	«О внесении изменений в Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» и Федеральный закон «Об исполнительном производстве» в части совершенствования реабилитационных процедур»	Минэконом-развития, август 2009 г.	Совершенствование реабилитационных процедур

*Препринт WP1/2010/02  
Серия WP1  
«Институциональные проблемы  
российской экономики»*

Яковлев А.А., Симачев Ю.С., Данилов Ю.А.

**Корпоративное управление  
в российских компаниях:  
до и после кризиса**

Выпускающий редактор *А.В. Заиченко*  
Технический редактор *Ю.Н. Петрина*

Отпечатано в типографии Государственного университета –  
Высшей школы экономики с представленного оригинал-макета.

Формат 60×84 1/16. Тираж 150 экз. Уч.-изд. л. 4,01  
Усл. печ. л. 3,95. Заказ № . Изд. № 1155

Государственный университет – Высшая школа экономики. 125319,  
Москва, Кочновский проезд, 3  
Типография Государственного университета – Высшей школы экономики  
Тел.: (495) 772-95-71; 772-95-73

Для заметок

---

---