

# АКТИВНЫЕ АКЦИОНЕРЫ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Денис Спирин<sup>1</sup>

Еще десять-двадцать лет назад носитель статуса «активный миноритарный акционер» считался одним из немногих «проповедников» должного корпоративного управления посредством активной реализации своих корпоративных прав. Придерживаться таковых принципов в России было, наверное, даже важнее, чем во многих других юрисдикциях. Российское корпоративное управление находилось в процессе становления, его качество оставляло желать лучшего и без активного участия инвесторов вряд ли можно было рассчитывать на позитивные перемены.

Быть активным миноритарием в наши дни – это уже далеко не удел группы энтузиастов и даже не правило хорошего тона инвестиционной индустрии, а обязательное требование для портфельного инвестора. «Мы будем активными собственниками» – один из шести Принципов ответственного инвестирования ООН (UNPRI), соблюдению которых привержено более трех тысяч инвесторов с активами под управлением свыше 100 триллионов долларов США<sup>2</sup>. Его содержание раскрывается<sup>3</sup> в активной реализации права голоса, участии в формировании повестки собраний акционеров, взаимодействии с компаниями, в том числе совместно с другими акционерами<sup>4</sup>. В 2010 году Совет по финансовой отчетности Великобритании

---

<sup>1</sup> Спирин Денис Александрович, директор по корпоративному управлению «Просперити Кэпитал Менеджмент».

<sup>2</sup> <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

<sup>3</sup> <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

<sup>4</sup> Помимо UNPRI, в 2016 году организация The International Corporate Governance Network также утвердила Global Stewardship Principles, устанавливающие схожие рекомендации в отношении реализации акционерами своих прав и взаимодействия с компаниями <http://icgn.flpbks.com/icgn-global-stewardship-principles/#p.18>

выпустил первую редакцию The Stewardship Code<sup>5</sup>, который впоследствии неоднократно обновлялся<sup>6</sup>. Принципы кодекса призывают инвесторов активно осуществлять свои права акционеров и взаимодействовать с компаниями в целях сохранения или увеличения стоимости активов, а также объединять усилия для соответствующего позитивного влияния на компании. Присоединение к кодексу на основе известного принципа «соблюдай или объясняй» обязательно для целого ряда институциональных инвесторов, инвестиционных управляющих и сервис-провайдеров. Позднее, во многих юрисдикциях<sup>7</sup>, включая и Россию<sup>8</sup>, были проведены подобные кодификации.

С учетом сказанного, в рамках данной главы представляется обоснованным рассмотрение двух основополагающих проблем. Во-первых, насколько законодательство зарубежных стран и России<sup>9</sup> позволяет инвесторам быть активными акционерами. В качестве примера выбраны наиболее важные с точки зрения корпоративного управления, интересов компании и прав ее акционеров темы:

- голосование на общем собрании акционеров;
- выдвижение и избрание кандидатов в совет директоров;
- включение вопросов в повестку собрания акционеров;
- одобрение сделок с заинтересованностью крупных акционеров и инструменты

защиты на случай причинения такими сделками убытков компании.

---

<sup>5</sup> The Stewardship Code – кодекс корпоративного управления Великобритании для институциональных инвесторов.

<sup>6</sup> [https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code\\_Dec-19-Final-Corrected.pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf)

<sup>7</sup> <https://www.icgn.org/policy/global-stewardship-codes-network>

<sup>8</sup> [https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/20200715\\_in\\_06\\_28-111.pdf](https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/20200715_in_06_28-111.pdf)

<sup>9</sup> Следует отметить, что данная глава и сделанные в ней выводы не касаются публичных международных компаний, зарегистрированных в российских специальных административных районах. На такие компании Федеральный закон «Об акционерных обществах» не распространяется и соответствующие вопросы регулируются в них, упрощенно говоря, уставом (см. ст. 4 Федерального закона «О международных компаниях и международных фондах»). На практике, уровень прав и возможностей акционеров, о которых речь пойдет далее, в них более низкий.

Во-вторых, необходимо проанализировать – как именно отечественные и зарубежные инвесторы реализуют свою обязанность быть активным собственником.

## **1. Голосование на общем собрании акционеров**

Право на голосование на общем собрании легко реализуемо и позволяет инвестору напрямую участвовать в управлении компанией – либо способствовать принятию того или иного решения, либо заблокировать его. Объем голосования free-float<sup>10</sup> традиционно считается достаточно низким, что объясняется пассивной позицией многих портфельных инвесторов. Именно с ней призваны бороться принципы ответственного инвестирования и кодексы. Вместе с тем, существуют практические и регуляторные препятствия, которые снижают уровень участия портфельных инвесторов в голосовании. Большая часть из них отражена в докладе UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity»<sup>11</sup>. Обратимся к характерным особенностям таких барьеров в рамках отечественной и зарубежной юрисдикций.

### **1.1. Многоголосые акции**

Рассмотрим структуры капитала с двумя и более классами акций с разными правами голоса<sup>12</sup>. В таких ситуациях акции с большим количеством голосов, как правило, принадлежат основателям компании, а с меньшим – инвесторам<sup>13</sup>. Некоторые

---

<sup>10</sup> Доля акций компании, находящаяся в свободном обращении.

<sup>11</sup> См. раздел «More constraints are specific to the voting chain» секции «Barriers to Active Ownership» с. 19-20 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

<sup>12</sup> В Отчете OECD Corporate Governance Factbook 2021 в отношении 50 затронутых исследованием юрисдикций отмечается, что практически каждая из них позволяет публичным компаниям выпускать акции с ограниченными правами голоса. Почти половина из них допускает выпуск акции и без голоса, и без преимущественного права на получение дивидендов. Вместе с тем, 40 % из этих юрисдикций запрещают многоголосые акции. См. с. 76, 97-100 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

<sup>13</sup> Недавнее исследование Национального бюро экономических исследований США подтверждает, что чаще всего многоголосые акции принадлежат именно основателям компании. Отмечается также, что это далеко не единственная разновидность владельцев такого рода акций – см. с. 2 [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28609/w28609.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28609/w28609.pdf)

акции могут вовсе не иметь право голоса. Как отмечается в докладе UNPRI, «такие структуры не следуют принципу корпоративного управления «одна акция, один голос» и ограничивают возможность институциональных инвесторов влиять на компании». В Принципах корпоративного управления G20/ОЭСР также отмечается, что «многоголосые» акции создают возможности для злоупотреблений со стороны контролирующего акционера, позволяя ему «осуществлять уровень контроля, не соответствующий тому риску, который он принимает на себя как собственник доли в капитале»<sup>14</sup>. Например, когда контролирующий акционер распоряжается 90 % голосов на общем собрании акционеров, но имеет при этом долю в капитале в размере 10 %, говорят об отрыве контроля от equity. ISS Analytics отмечает, что компаниям с «многоголосыми» акциями чаще свойственен ряд явных недостатков корпоративного управления. Инвесторы в подавляющем большинстве традиционно выступают в поддержку структур капитала, построенных по принципу «одна акция – один голос»<sup>15</sup>.

В России возможность создания разных классов акций ограничена правом компании выпускать привилегированные акции, которые не могут составлять более 25 % уставного капитала<sup>16</sup>. В законодательстве закреплён принцип «одна акция – один

---

Из всех вышедших на IPO компаний с многоголосыми акциями, основателям такие акции принадлежат в менее чем половине компаний (исследование покрывает период 1994 – 2019 годов). Однако поток IPO компаний с многоголосыми акциями в последние годы (2017 – 2019) обеспечивают именно те из них, у которых акции находятся в руках основателей. Далее по тексту можно найти объяснение этой тенденции последних лет – именно такие компании получают высокую оценку рынком (по сравнению с компаниями, в которых многоголосые акции находятся в руках других «разновидностей» контролирующих лиц). Исследование также отмечает, что использование многоголосых акций в некоторых случаях определяется скорее регуляторными или налоговыми соображениями, а не вопросами корпоративного управления.

<sup>14</sup> См. с. 26-27 «G20/OECD Principles of Corporate Governance» <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264236882-en.pdf?expires=1622646415&id=id&accname=guest&checksum=6553DAB841EE3083168212DF7F3417C4>

<sup>15</sup> См. с. 1, 4 и 5 работы Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance от ISS Analytics [https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS\\_Dual-Class\\_Shares-Governance\\_Risks\\_and\\_Company\\_Performance.pdf](https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS_Dual-Class_Shares-Governance_Risks_and_Company_Performance.pdf)

<sup>16</sup> П. 1 ст. 102 ГК РФ и п. 2 ст. 25 Федерального закона «Об акционерных обществах».

голос»<sup>17</sup>, а также целый ряд инструментов, призванных гарантировать сохранность доли акционера в голосах и позволяющих реализовывать права акционера, отталкиваясь именно от количества принадлежащих ему голосующих акций<sup>18</sup>.

В России максимальная возможность отрыва контроля от equity в разрезе структуры капитала выражена следующим образом – можно иметь 100 % голосов, но при этом только 75 % в капитале. Остальные 25 % уставного капитала, соответственно, не голосующие и владение ими не отвечает принципам active ownership.

Стоит оговориться, что для управления крупной публичной компанией с большим free-float на практике достаточно 30-40 % голосующих акций. Таким образом, действующее российское законодательство уже сейчас позволяет иметь фактический контроль над компанией с долей в equity 22,5 % – 30 %, что в свете сказанного выше представляет собой уже крайне небольшую долю контролирующего лица в капитале. С другой стороны, принцип «одна акция – один голос» защищает права инвесторов – в руках такого фактического контролирующего лица находится лишь 30-40 % голосующих акций. Инвесторы могут постараться консолидировать голоса и, например, в исключительных обстоятельствах набрать блокирующий пакет для голосования против какого-либо корпоративного события (например, реорганизации, крупной сделки и т.д.).

---

<sup>17</sup> Данный принцип закреплен с помощью совокупности норм. Во-первых, самого правила «одна акция – один голос» (ст. 59 Федерального закона «Об акционерных обществах»). Во-вторых, сопутствующих ему правил о том, что номинальная стоимость акций внутри одного класса (типа) должна быть одинаковой и что в публичной компании на долю в уставном капитале, выраженную в привилегированных акциях, не может приходиться больше голосов, чем на аналогичную долю в капитале, выраженную в обыкновенных акциях (п. 1 ст. 102 ГК РФ, абзац третий п. 1 и п. 2 ст. 25 Федерального закона «Об акционерных обществах»).

<sup>18</sup> Речь идет о преимущественном праве приобретения размещаемых компанией акций, кумулятивном голосовании при избрании совета директоров, одобрении сделок с заинтересованностью голосами незаинтересованных акционеров, принятии ряда решений собрания квалифицированным большинством голосов, правах акционеров, привязанных к определенному проценту голосующих акций и пр. (ст. 40, 49, 66 и пр. Федерального закона «Об акционерных обществах»).

Если не принимать во внимание неголосующие привилегированные акции (доля которых строго ограничена), **благодаря принципу «одна акция – один голос» российское регулирование полностью соответствует принципу active ownership, когда инвестор получает долю корпоративных прав, соответствующую его доле в капитале.**

Что же касается зарубежных юрисдикций, то во многих странах допускается наличие многоголосых акций. Существует ряд известных публичных компаний с многоголосыми акциями, биржи, приветствующие размещение их акций, а листинг компаний с разными классами акций становится все более популярен<sup>19</sup>. Однако на рынке такие компании остаются в значительном меньшинстве<sup>20</sup>.

В публичных компаниях «многоголосые конструкции» встречаются чаще всего в технологическом секторе или инновационных компаниях<sup>21</sup>, коммерческий успех которых в большей мере связан с личностью основателя. По этой причине они выходят на биржу (становятся публичными) с многоголосыми акциями, позволяющими основателям оставаться «у руля», а инвесторам – осуществлять финансовые вливания<sup>22</sup>. В подавляющем большинстве случаев такие компании выходят на IPO, уже имея многоголосые акции. Ситуации, когда компания сначала вышла на биржу с одним

---

<sup>19</sup> Так, исследование Национального бюро экономических исследований США показывает, что в 2017-2019 годах почти в 30 % случаев в США на IPO выходили компании, имеющие два класса акций – см. стр. 1 [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28609/w28609.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28609/w28609.pdf)

<sup>20</sup> В 2019 году компании с такими структурами капитала составляли примерно 7 % от всех компаний Russell 3000, см. стр. 2 Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance от ISS Analytics [https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS\\_Dual-Class\\_Shares\\_Governance\\_Risks\\_and\\_Company\\_Performance.pdf](https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS_Dual-Class_Shares_Governance_Risks_and_Company_Performance.pdf) (индекс Russell 3000 отслеживает динамику торгуемых в США акций 3000 компаний, что покрывает около 98 % всех публичных компаний США – [https://www.investopedia.com/terms/r/russell\\_3000.asp](https://www.investopedia.com/terms/r/russell_3000.asp)). Подобные компании встречаются чаще в малом бизнесе – их 9 % среди компаний, не входящих в S&P 1500, и 5 % среди компаний S&P 1500, см. с. 3 там же.

<sup>21</sup> Компании с такими структурами капитала сконцентрированы в определенных секторах рынка, таких как Media&Entertainment, см. с. 1 и 3 Dual-Class Shares: Governance Risks and Company Performance от ISS Analytics [https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS\\_Dual-Class\\_Shares-Governance\\_Risks\\_and\\_Company\\_Performance.pdf](https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS_Dual-Class_Shares-Governance_Risks_and_Company_Performance.pdf)

<sup>22</sup> Что подтверждает исследование Национального бюро экономических исследований США, которое, вместе с тем, отмечает и многие другие примеры таких компаний – см. стр. 2-3 [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28609/w28609.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28609/w28609.pdf)

классом акций, а потом вдруг решила выпустить еще и многоголосые акции, встречаются редко<sup>23</sup>. Для выходящей на IPO компании, как правило, существуют регуляторные или рыночные условия и ограничения, которые могут касаться типа таких компаний<sup>24</sup>, количества голосов, приходящихся на одну многоголосую акцию<sup>25</sup>, «срока действия» дополнительных голосов, наличия у инвесторов дополнительных прав, либо у компаний – дополнительных обязанностей и т.д.<sup>26</sup>.

Соответственно, инвесторам в таких компаниях достаются «малоголосые» акции. Представляется, что владение ими не отвечает принципу active ownership, поскольку инвестор не получает корпоративных прав, соответствующих его доле в капитале, и, соответственно, не может в полной мере реализовывать главное полномочие активного инвестора – право голоса на общем собрании. Похожими аргументами руководствуется и UNPRI, относя наличие многоголосых акций к перечню препятствий для active ownership.

---

<sup>23</sup> [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28609/w28609.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28609/w28609.pdf) – см. стр. 4.

<sup>24</sup> Так, в Гонконге такой режим доступен только «инновационным компаниям» – см. информацию в приложении к исследованию HKEX «Weighted voting rights: Angel or evil to investors?» [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO\\_WVR\\_201907\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO_WVR_201907_e.pdf?la=en)

<sup>25</sup> В некоторых юрисдикциях такие ограничения установлены регуляторно. Например, требование не более 10 голосов на 1 многоголосую акцию существует в случае листинга на гонконгской и сингапурской биржах – см. приложение к HKEX «Weighted voting rights: Angel or evil to investors?» [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO\\_WVR\\_201907\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO_WVR_201907_e.pdf?la=en). Аналогичное ограничение установлено статьей 5 главы 4 «Акции» шведского Companies Act (SFS 2005:551), а где-то – «невидимой рукой рынка», которая показывает, что слишком большое количество голосов на одну многоголосую акцию не позволяет получить высокую оценку компании рынком [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w28609/w28609.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28609/w28609.pdf) – см. стр. 7. Исследование Andrew William Winden, Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures, 2018 Colum. Bus. L. Rev. 852 подготовленное на основе анализа американского рынка, отмечает соотношение голосов 1:10 как принятую на рынке (но формально нигде не закрепленную) норму для многоголосых акций – <https://scholarship.law.ufl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1963&context=facultypub> – см. с. 866 в нумерации документа.

<sup>26</sup> Некоторое обобщение такого регулирования приведено в разделе 3 исследования HKEX «Listing regime reforms for dual-class share structure and biotech industry» [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2018/CCEO\\_DualClass\\_201811\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201811_e.pdf?la=en), ряд примеров сведен в таблицу в приложении к исследованию HKEX «Weighted voting rights: Angel or evil to investors?» [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO\\_WVR\\_201907\\_e.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2019/CCEO_WVR_201907_e.pdf?la=en)

Конечно, это применимо и к владению «безголосыми» акциями, существование которых допускается во многих юрисдикциях<sup>27</sup>.

На практике встречаются ситуации, когда на биржу в США выходит не сама операционная компания из другой юрисдикции, а ее зарегистрированная в третьей стране холдинговая структура, именуемая «компанией с переменной долей участия» (variable interest entity). Она предлагает инвесторам некий аналог акций (по существу – систему контрактов), которые дают право на экономические выгоды, производные от участия в операционной компании, но не предоставляет в отношении ее каких-либо иных прав. Именно по такой схеме на биржах США оказываются многие китайские фирмы, участие иностранных инвесторов в которых запрещает местное регулирование (например, Alibaba, Pindoudou, JD.com)<sup>28</sup>. Их популярность на рынке показывает готовность многих инвесторов игнорировать как принцип active ownership, так и очевидные риски участия в подобных структурах ради получения высокой текущей доходности от инвестиций.

## 1.2. Определение конечных владельцев

В качестве еще одной проблемы UNPRI отмечает непрозрачность цепочек владения акциями. Это, с одной стороны, не позволяет компаниям знать, кто является их инвесторами и кто голосовал от их имени. С другой стороны, инвесторы не в состоянии идентифицировать друг друга и, соответственно, не могут объединиться для совместных действий.

До 1 июля 2016 года в России перед каждым общим собранием акционеров компаниями составлялся список лиц, имеющих право на участие в нем. Он

---

<sup>27</sup> См. с. 76, 97-100, OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>28</sup> Beijing's threat to VIEs triggers Wall Street angst over China stocks – <https://on.ft.com/3iWxQ7G> via @FT; <https://www.forbes.com/sites/annestevenson-yang/2021/07/27/will-the-vie-structure-die-what-hong-kong-and-alibaba-have-in-common/?sh=553054f95dea>



формировался регистратором и включал перечень акционеров, которым были открыты лицевые счета в реестре акционеров, а также перечень акционеров – клиентов номинальных держателей, информацию о которых были обязаны предоставлять номинальные держатели.

На тот момент российская система учета прав на ценные бумаги к номинальным держателям относила только российских депозитариев с соответствующей лицензией регулятора финансового рынка. Когда же среди их клиентов оказывалась иностранная организация, осуществляющая функцию номинального держателя в соответствии со своим национальным законодательством, депозитарий мог раскрыть ее только как владельца акций. Аналогичная ситуация складывалась с банком – эмитентом депозитарных расписок на акции российского эмитента.

По заблаговременно составленному списку происходила рассылка информации о предстоящем собрании акционеров. С ним же сверялись бюллетени акционеров, проголосовавших заочно, а также он использовался при регистрации акционеров для очного участия в собрании. Акционеры, включенные в такой список и владеющие не менее чем 1 % голосов, могли запросить копию списка<sup>29</sup>.

Таким образом, компания узнавала актуальный список собственных акционеров заблаговременно перед каждым общим собранием акционеров, но только на уровне клиентов российских депозитариев. С учетом того, что список появлялся задолго до начала собрания, однопроцентные акционеры успевали его получить и скоординировать свою позицию с другими миноритариями.

Проведенная 1 июля 2016 года реформа системы корпоративных действий кардинально изменила ситуацию. Во-первых, российская система учета прав на ценные

---

<sup>29</sup> П. 4 ст. 51 Федерального закона «Об акционерных обществах».

бумаги теперь считает номинальными держателями и иностранные организации, выполняющие соответствующую функцию в соответствии с их национальным законодательством. Также, банку – эмитенту депозитарных расписок на акции российского эмитента теперь открывается специальный счет депо депозитарных программ<sup>30</sup>.

Во-вторых, список теперь не используется для рассылки информации о собрании акционеров. Она распространяется безадресно «каскадным» способом через цепочку, которую условно можно описать как «компания – регистратор – номинальные держатели – клиенты»<sup>31</sup>. В силу этого отсутствует необходимость в заблаговременном поступлении списка в компанию до начала собрания. При этом теперь он содержит не только информацию об акционерах, но и сведения об их голосовании по вопросам повестки дня собрания<sup>32</sup>. То есть список включает в себя электронный аналог заполненных «бюллетеней» для голосования, вследствие чего появляется в компании к моменту окончания срока заочного голосования<sup>33</sup>. Акционеры, включенные в такой список и владеющие не менее чем 1 % голосов, по-прежнему могут запросить его копию.

Таким образом, теперь **компания узнает актуальный список собственных акционеров непосредственно перед каждым общим собранием акционеров**. Он охватывает в том числе клиентов иностранных номинальных держателей и владельцев депозитарных расписок, которые проголосовали на собрании или же дали инструкцию депозитарию на раскрытие информации о них для списка к собранию акционеров. Вместе с тем, «однопроцентные» акционеры не могут использовать его для такой же

---

<sup>30</sup> Пп. 1 и 3 п. 2 ст. 8.2 и ст. 8.4 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>31</sup> П. 9-11 ст. 8.9. Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>32</sup> Пп. 5 п. 3 ст. 8.7-1. и пп. 4 п. 2 ст. 8.9 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>33</sup> П. 6 ст. 8.7-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и абзац 4 п. 1 ст. 58 Федерального закона «Об акционерных обществах».

эффективной координации волеизъявления с другими миноритарными участниками, как то было ранее, поскольку к текущему собранию он приходит после их дедлайнов для голосования, а к следующему, как правило, уже устаревают. Но из него можно почерпнуть определенную информацию на будущее о примерном составе акционеров. Более того, он все равно оказывается полезен активным миноритариям, если среди акционеров находятся долгосрочные держатели акций.

**Важнейшим преимуществом российской модели является тот факт, что именно конечный держатель акции признается акционером и в этом качестве обладает всеми соответствующими правами, которые может реализовывать от собственного имени.**

Во-первых, это важно с точки зрения возможности и удобства личного очного участия в собрании акционеров. Очное участие позволяет обсуждать вопросы повестки на собрании, что далеко не всегда является формальностью.

Очное годовое общее собрание акционеров (с фактическим присутствием или в онлайн-формате, который дает возможность непосредственно участвовать в дискуссии) – это форма отчетности компании, ее совета директоров и менеджмента перед акционерами.

Такая позиция может показаться архаичной, но это реальная возможность для акционеров задать вопросы менеджменту и членам совета директоров, высказаться и по вопросам работы компании в целом, и по вопросам повестки дня в частности<sup>34</sup>.

Совместно с Ассоциацией профессиональных инвесторов было изучено регулирование формы собраний акционеров в нескольких странах. В выборку попали:

- наиболее популярные у инвесторов юрисдикции – США (Делавэр<sup>35</sup>), Гонконг<sup>36</sup>, Франция<sup>37</sup>, Великобритания<sup>38</sup>, Германия<sup>39</sup>, Нидерланды<sup>40</sup>;

<sup>34</sup> Годовые собрания все еще играют роль «мониторинга» для мелких акционеров – см. с. 1, Small Shareholder Participation in European AGMs, Anne Lafarre, 2017, [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3249428\\_code1859864.pdf?abstractid=3249428&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3249428_code1859864.pdf?abstractid=3249428&mirid=1)

<sup>35</sup> The Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1 of the Delaware Code), § 211 (<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/index.shtml>)

<sup>36</sup> Companies Ordinance Cap 622: section 584 (<https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap622>).

<sup>37</sup> SECTION III Shareholders' meetings of the French Commercial Code; ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-614-6926?navId=3BFF97812EDE1125ED9D4E4F616FD384&comp=pluk&transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29#co\\_anchor\\_a297555](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-614-6926?navId=3BFF97812EDE1125ED9D4E4F616FD384&comp=pluk&transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29#co_anchor_a297555)); (<https://www.amf-france.org/en/news-publications/news->

- популярные офшоры – Люксембург<sup>41</sup>, Кипр<sup>42</sup>, Британские Виргинские Острова<sup>43</sup>, Бермуды<sup>44</sup>;
- иные крупные рынки – Китай<sup>45</sup>, Япония<sup>46</sup>, Индия<sup>47</sup>, Швейцария<sup>48</sup>, Южная Корея<sup>49</sup>, Бразилия<sup>50</sup>, ЮАР<sup>51</sup>.

**Годовое общее собрание акционеров публичной компании в заочной форме ни в одной из стран не предусмотрено.** Даже на время пандемии примеров введения такой формы годового собрания практически не было.

Если посмотреть политики голосования крупнейших глобальных инвесторов (например, Vanguard<sup>52</sup>, J.P. Morgan funds<sup>53</sup>, State Street<sup>54</sup>, Schroders<sup>55</sup>) и тех компаний,

releases/amf-news-releases/press-release-shareholders-general-meetings-listed-companies?xtor=EREC-1-5Bfluxrss%5D);

<sup>38</sup> Sec. 360A Companies Act 2006; ([https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/9-612-0025?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/9-612-0025?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true))

<sup>39</sup> Art. 118 of Corporation Stock Act ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-017-0382?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co\\_anchor\\_a679810](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-017-0382?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a679810));

Sullivan (<https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-Germany-Introduces-Online-Only-Shareholders-Meetings-in-Response-to-COVID-19.pdf>);

Noerr (<https://www.noerr.com/en/newsroom/news/corona-crisis-as-a-legal-challenge-for-the-annual-general-meeting-2020>).

<sup>40</sup> Articles 2:117a and 2:117b of The Company Law, represented in the Netherlands by Book 2 of the Civil Code.

<sup>41</sup> Art. 196 of Luxembourg Company Act (<https://www.systemday.com/luxembourg-company-law/>); <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=75e5ba61-14e5-432b-8de9-010ac8557d21>

<sup>42</sup> Sections 128B and 128D of the Cyprus Companies Law; ([https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/9-612-0025?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co\\_anchor\\_a880407](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/9-612-0025?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a880407)).

<sup>43</sup> Sec. 82 of the BVI Business Companies Act 2004; <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/shareholders-rights-shareholder-activism-2020/british-virgin-islands>.

<sup>44</sup> Sec. 75A of the Bermuda Companies Act 1981.

<sup>45</sup> Company Law of the People's Republic of China (<http://english.mofcom.gov.cn/article/lawsdata/chineselaw/200211/20021100053539.shtml>);

Corporate Governance Code of China ([http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/rfdm/DepartmentRules/201804/P020180427400732459560.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/DepartmentRules/201804/P020180427400732459560.pdf));

Thomson Reuters ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-612-3807?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co\\_anchor\\_a595802](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-612-3807?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a595802)).

<sup>46</sup> Media as at 8-Apr-2020 (<https://www.japantimes.co.jp/news/2020/04/08/business/corporate-business/coronavirus-japanese-firms-hybrid-online-offline-shareholders-meetings/>);

Thomson Reuters ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-502-0177?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co\\_anchor\\_a313445](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-502-0177?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a313445))

<sup>47</sup> Section 100, 108 and 110 of the Companies Act, 2013 (<https://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/CompaniesAct2013.pdf>);

Investors' Guide in India as at 2014 (<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/an-investors-guide-to-shareholder-meetings-in-india.ashx>)

<sup>48</sup> Thomson Reuters ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-612-6105?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co\\_anchor\\_a377190](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-612-6105?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a377190))

<sup>49</sup> Thomson Reuters ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-209-5002?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)#kh\\_relatedContentOffset](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-209-5002?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)#kh_relatedContentOffset));

Chapter IV "Stock Company" of the Korean Republic Commercial Code, particularly Article 368-4.

<sup>50</sup> Chapter XI of Federal Law No. 6.404/76 (Brazilian Corporations Law) <http://lawsofbrazil.com/2020/04/20/changes-to-corporate-rules-online-meetings/>.

<sup>51</sup> Dentons Guide (<https://www.dentons.com/en/insights/articles/2020/march/25/electronic-shareholders-meetings-in-the-time-of-covid19>); Sections 60 and 63 of the Companies Act (<https://www.gov.za/documents/companies-act>).

<sup>52</sup> См. стр. 19, [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/2020\\_proxy\\_voting\\_summary.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/2020_proxy_voting_summary.pdf)

<sup>53</sup> См. стр. 16, <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/investment-banking/2020-proxy-season/pdf-0.pdf>

которые предоставляют инвесторам сервис рекомендации по голосованию (ISS<sup>56</sup>), то все они также выступают за очную форму с физическим присутствием. Инвесторы без большого энтузиазма соглашаются на онлайн-формат – с оглядкой на внешние факторы (пандемия) и при условии наличия возможности слушать выступления, задавать вопросы и участвовать в дискуссии.

Российское законодательство **в целом также требует очной формы** проведения для годовых собраний акционеров и внеочередных собраний, рассматривающих ряд значимых для инвесторов вопросов<sup>57</sup>. Вместе с тем, недавно в него были введены специальные антиковидные нормы, позволяющие проводить все собрания акционеров **в 2020<sup>58</sup> и 2021<sup>59</sup> годах в заочной форме**. Но в них **не предусмотрено обеспечение возможности дистанционного участия акционеров**.

В 2020 году заочные годовые собрания можно было оправдать спешкой, при которой вводилось новое регулирование. Однако распространение такой же практики и на 2021 год следует оценить негативно<sup>60</sup>.

Кроме того, говоря о российской практике, именно очное участие позволяет наиболее эффективно реализовывать право голоса при избрании органа управления кумулятивным голосованием<sup>61</sup>.

---

<sup>54</sup> <https://www.ssga.com/international/en/institutional/ic/insights/stewardship-engagement-guidance-to-companies-in-response-to-covid-19>

<sup>55</sup> См. стр. 12, <https://www.schroders.com/en/ca/asset-management/thought-leadership/sustainability/sustainable-investment-report-q2-2020/>

<sup>56</sup> <https://www.issgovernance.com/file/policy/latest/updates/Americas-Policy-Updates.pdf>, Virtual Shareholder Meeting, стр. 22; <https://www.issgovernance.com/file/publications/top-governance-stewardship-issues-2021.pdf>, Virtual Meeting, стр. 12.

<sup>57</sup> П. 2 ст. 50 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>58</sup> Пт. 2 Федерального закона от 18 марта 2020 года N 50-ФЗ «О приобретении Правительством Российской Федерации у Центрального банка Российской Федерации обыкновенных акций публичного акционерного общества «Сбербанк России» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

<sup>59</sup> П. 1 ст. 2 Федерального закона от 24 февраля 2021 года N 17-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О международных компаниях и международных фондах» и о приостановлении действия отдельных положений Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью».

<sup>60</sup> Регулирование очных собраний в дистанционной форме все еще готовится. Соответствующие изменения в ГК РФ уже были приняты (см. ст. 181 ГК РФ в редакции Федерального закона от 28 июня 2021 года N 225-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации»). Вместе с тем, соответствующие изменения в Федеральный закон «Об акционерных обществах» еще разрабатываются (существует два проекта, содержащие соответствующие нормы – один готовится Минэкономразвития России – <https://regulation.gov.ru/projects#npa=107789>, второй внесен в Государственную Думу депутатом В.М.Резником - <https://sozd.duma.gov.ru/bill/1059849-7>). В существующих проектах все еще не сформулированы нормы, гарантирующие участникам дистанционного собрания возможность видеть данные о кворуме собрания и результатах голосования по вопросу избрания совета директоров на заочной части этого собрания (о важности чего будет сказано далее). Для обеспечения всех соответствующих прав акционеров, участвующих в подобном дистанционном собрании, необходимо будет также принятие нормативного акта Банка России, в котором должны быть прописаны соответствующие процедуры собрания, в частности, правила об обеспечении возможности участников такого собрания выступать на собрании, участвовать в дискуссии, а также уже упомянутую возможность видеть данные о кворуме собрания и результатах голосования по вопросу избрания совета директоров на заочной части этого собрания).

Во-вторых, это крайне важно для реализации прочих активных прав акционера, которые будут рассмотрены далее.

Между тем, во многих зарубежных правовых системах учета прав на акции выстроены по-иному и зачастую менее прозрачны как для компании, так и для ее акционеров. Во многих странах англо-саксонской правовой группы акционерами (members) считаются только те лица, которые зарегистрированы непосредственно в реестре акционеров (проводя аналогию из отечественного регулирования – те лица, которым открыт лицевой счет в реестре акционеров у регистратора компании), и именно им принадлежат соответствующие корпоративные права<sup>62</sup>. Аналогичный подход встречается в странах романо-германской правовой группы<sup>63</sup>.

Но только в некоторых из них разработаны механизмы, позволяющие компаниям собирать информацию о тех конечных владельцах, которые находятся «за» members. Происходит это путем направления запросов в адрес институциональных инвесторов и участников инфраструктуры финансового рынка про interest in shares, ответ на который обязателен<sup>64</sup>, а полученные сведения заносятся в специальный

---

<sup>61</sup> При кумулятивном избрании органа управления (см. п. 4 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах») результат голосования за поддерживаемых акционером кандидатов зависит от кворума собрания и от того, сколько голосов отдано за других кандидатов. На очной части общего собрания акционеров российского акционерного общества оглашается информация о текущем кворуме собрания, а также, в случае наличия в повестке вопроса об избрании органа общества кумулятивным голосованием, о числе голосов, отданных за каждого из кандидатов в такой орган, в рамках заочной части собрания (п. 4.13 и 4.20 Положение Банка России «Об общих собраниях акционеров»).

<sup>62</sup> См., например, статьи 112 и 145 UK Companies Act 2006 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>, статьи 27, 124, 134 и 158 The Companies Law of Republic of Cyprus <https://ciba-cy.org/wp-content/uploads/2018/11/The-Companies-Law-Cap-113.pdf> и статьи 112, 117 и 558 Hong Kong Companies Ordinance (Companies Act) [https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap622?xpid=ID\\_1438403546842\\_001](https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap622?xpid=ID_1438403546842_001)

<sup>63</sup> См., например, секцию 2 главы 7 «Общие собрания акционеров» шведского Companies Act (SFS 2005:551). На практике, для того, чтобы иметь возможность проголосовать действительно требуется осуществить перерегистрацию в реестр – см., например, precondition for participation <https://www.volvogroup.com/content/dam/volvo/volvo-group/markets/global/en-en/investors/corporate-governance/general-meeting-of-the-shareholders/2021/Notice-to-Annual-General-Meeting-AB-Volvo.PDF>

<sup>64</sup> Такие механизмы предусмотрены законодательством Великобритании (см. статьи 793 – 796 UK Companies Act 2006) и Гонконга (см. статьи 329 и 334 Cap. 571 Securities and Futures Ordinance <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571>)

открытый реестр<sup>65</sup>, который открыт для доступа, по сути, любого лица<sup>66</sup>. Некоторые компании, расположенные в лишенных такого механизма юрисдикциях, инкорпорируют схожие положения в устав<sup>67</sup>.

Таким образом, далеко не у всех зарубежных публичных компаний есть механизмы, позволяющие своевременно получать актуальные данные о составе их акционеров<sup>68</sup>. Те механизмы, которые все же имеются, гораздо менее эффективны, чем соответствующие российские процедуры, а получаемая с их помощью информация является менее полной. Вместе с тем, в таких юрисдикциях акционеры имеют к ней свободный доступ.

**Правовые системы, в которых конечный держатель акции не считается акционером, не обладает всеми соответствующими правами в личном качестве и должен реализовывать корпоративные права не от собственного имени, а инструктируя своего номинального держателя в реестре (который действует от своего имени, но по инструкции такого конечного держателя), не в полной мере соответствуют требованиям концепции active ownership<sup>69</sup>.** Их следует рассматривать в качестве

---

<sup>65</sup> См. ст. 808 UK Companies Act 2006 и ст. 336 Cap. 571 Securities and Futures Ordinance.

<sup>66</sup> См. ст. 811 UK Companies Act 2006 и ст. 340 Cap. 571 Securities and Futures Ordinance.

<sup>67</sup> См., например, секцию «Power of the Company to investigate interests in shares» главы 7 устава инкорпорированной на Джерси компании Highland Gold Mining Limited <https://highlandgold.com/umbraco/Surface/Default/Download?url=%2Fmedia%2F1199%2Farticles-of-association.pdf&filename=Articles%20of%20Association.pdf>

<sup>68</sup> Следует оговориться, что в подавляющем большинстве популярных у инвесторов юрисдикций предусмотрены обязательные требования для инвесторов сообщать о прямом или косвенном самостоятельном или совместном распоряжении голосами по значимым пакетам акций публичных компаний регулятору финансового рынка, а также самой компании. Компания, в свою очередь, обязана публиковать такую информацию. Таким образом обеспечивается прозрачность структуры акционерного капитала. Но поскольку соответствующие пороги голосов начинаются, как правило, с 5 % (в UK и Нидерландах – с 3 %), это мало помогает портфельным инвесторам объединяться для голосования или иных инициатив. На практике речь идет о поисках большого числа сторонников с гораздо меньшими пакетами акций.

<sup>69</sup> UNPRI отмечает еще две проблемы:

1. Блокировка акций: в некоторых юрисдикциях, чтобы иметь возможность проголосовать, акционеры должны депонировать свои акции у специально назначенного депозитария и держать их там определенное количество дней до собрания.
2. Перерегистрация акций: на некоторых рынках, чтобы иметь возможность проголосовать, требуется регистрация акций на имя акционера. Представляется, что в большинстве случаев, речь также идет о тех

правовых систем, где реализация инвесторами принципа **active ownership** затруднена. Это видно на примере участия в собрании акционеров<sup>70</sup>, и еще более заметно при реализации иных активных прав акционера, о которых речь пойдет далее.

### **1.3. Дата, на которую определяются лица, имеющие право на участие в собрании (record date)**

Очередную проблему UNPRI описывает следующим образом: «record date обычно назначаются не более чем за 48 часов до собрания, что вызывает задержки и путаницу с голосами». Поскольку инвесторы голосуют заранее, они голосуют примерным количеством акций, которое у них имеется в момент дачи инструкции на голосование, но оно может измениться на record date. Обрабатывающие инструкции лица должны после record date корректировать количество голосов. В итоге получается сложная совокупность задач, решить которые необходимо в короткие сроки.

Проблема 48 часов встречается не так часто. Но компании в Великобритании действительно устанавливают record date за два дня до собрания. В некоторых странах бывшего СССР<sup>71</sup>, а также в ряде европейских стран<sup>72</sup> можно встретить сроки в 4 – 9 дней.

---

системах учета прав на ценные бумаги, в которых конечный держатель не считается акционером. Пример регулирования, требующего перерегистрации в реестр для голосования, приводился выше. В силу особенностей российского регулирования, в России совершения подобных действий не требуется.

<sup>70</sup> Далеко не для всех инвесторов перерегистрация в реестр ради возможности очного участия в собрании акционеров является приемлемой (с точки зрения соотношения затраченных усилий и полученного результата) или возможной (например, для некоторых инвесторов, в частности, UCITS фондов, регуляторно определены требования к «месту хранения» ценных бумаг). В некоторых встречающихся на практике случаях такая перерегистрация требуется и для заочного голосования. В частности, когда номинальный держатель в реестре, за которым стоит несколько владельцев, по какой-то причине не хочет или не может оказать услугу голосования – например, когда он не может голосовать хранящимся на его счет пакетом по-разному – частью за, частью против – по одному и тому же вопросу.

<sup>71</sup> Например, Украина, Узбекистан.

<sup>72</sup> Например, Швеция, Финляндия, Италия.



В России даты составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании, ограничены законом<sup>73</sup>. Примечательно, что минимальный срок составления списка не установлен<sup>74</sup> и на практике обычно составляет порядка 21 – 25 дней до даты начала собрания акционеров. По всей видимости, это делается исходя из необходимости предоставления разумного срока для получения информации от номинальных держателей об акционерах и их голосовании.

#### **1.4. Документация компании**

По мнению UNPRI, в данной области существуют две основные проблемы. Во-первых, некоторые компании могут рассылать документы за очень короткий срок до начала собрания и в непереуведенном виде. Во-вторых, повестка собрания может меняться непосредственно в день собрания.

Проблема направления публичными компаниями документов за несколько дней до начала собрания на практике встречается редко<sup>75</sup>. И даже в тех иностранных компаниях, которые на годовых собраниях традиционно принимают резолюции о праве созвать внеочередное собрание за 14 дней до такого собрания, на практике

---

<sup>73</sup> См. п. 1 ст. 51 Федерального закона «Об акционерных обществах». Важно отметить, что закон гарантирует его установление только в будущем – не ранее, чем через 10 дней с даты принятия решения о проведении общего собрания акционеров. Поэтому, например, инвесторы, желающие принять участие в собрании акционеров или увеличить свой пакет участия, могут быть уверены, что они успеют это сделать в комфортном для них режиме.

<sup>74</sup> Единственным формальным ограничением в этом смысле можно считать правило о том, что номинальные держатели предоставляют регистратору сведения, подлежащие включению в список, не позднее, чем за два дня до даты проведения общего собрания акционеров или до даты окончания приема бюллетеней при проведении общего собрания акционеров в форме заочного голосования (п. 6 ст. 8.7-1. Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и абзац четвертый п. 1 ст. 58 Федерального закона «Об акционерных обществах»).

<sup>75</sup> Так, исследование OECD Corporate Governance Factbook 2021 отмечает, что в каждой из 50 рассмотренных юрисдикций от компаний требуется заранее направлять уведомление об общем собрании акционеров (материалы собрания при этом рассылаются обычно вместе с уведомлением или несколькими днями позже). Большинство стран (54 %) устанавливают минимальный период уведомления от 15 до 21 дня, в то время как еще 36 % юрисдикций предусматривают более длительные сроки уведомления. См. с. 71-72 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

обычно соответствующие материалы появляются на сайте компании заранее<sup>76</sup>. В России соответствующие минимальные сроки гарантируются законом и составляют не менее 21 дня для сообщения о собрании и не менее 20 дней для материалов собрания. Сообщение о собрании и материалы собрания в соответствии с прямым требованием законодательства направляются акционерам – клиентам номинальных держателей автоматически (без запроса с их стороны) в электронном виде в короткие сроки «каскадом» по цепочке, которую условно можно описать «компания – регистратор – номинальный держатель – клиенты»<sup>77</sup>. То есть **акционеры российских компаний в обязательном порядке получают сообщение и материалы собрания за 18-20 дней до собрания в электронном виде непосредственно на электронную почту.** Практически все российские публичные компании в те же сроки (21 и 20 дней) дополнительно публикуют соответствующую информацию на своих сайтах.

Отсутствие перевода действительно остается не до конца решенной проблемой, так как обязательного требования на этот счет российское регулирование не предусматривает. Вместе с тем, соответствующая рекомендация содержится в российском Кодексе корпоративного управления<sup>79</sup>, и **крупнейшие отечественные публичные компании на своих сайтах публикуют материалы собраний в том числе на английском языке.**

Ситуации, при которых вносятся изменения в вопросы повестки собрания уже после рассылки акционерам информации о собрании и его повестке, также не слишком

---

<sup>76</sup> С учетом того, что депозитарии устанавливают для акционеров свои дедлайны для голосования, которые на практике варьируются, как правило, от 5 до 14 дней, публикация материалов собрания за 14 дней представляет собой плохую практику корпоративного управления.

<sup>77</sup> П. 4 ст. 52 Федерального закона «Об акционерных обществах» и п. 9-11 ст. 8.9 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>78</sup> В исследовании OECD Corporate Governance Factbook 2021 в отношении 50 юрисдикций отмечается, что направление уведомления непосредственно всем акционерам предусмотрено в 68 % стран, см. с. 71-72 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

<sup>79</sup> См. п. 7 Кодекса корпоративного управления (Письмо Банка России от 10.04.2014 N 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления»).

распространены<sup>80</sup>. В России уведомление о собрании за 21 день до его начала (которое включает в себя повестку собрания<sup>81</sup> и не предусматривает возможность «открытых» вопросов) универсально понимается всеми как срок, в который должно быть направлено **финальное уведомление о собрании, которое не должно меняться.**

### 1.5. Подтверждение голосования. Доверенность

UNPRI отмечает, что электронное голосование через онлайн платформы остается достаточно редкой процедурой. Повестки дня собраний и формы для голосования чаще всего печатаются и рассылаются в бумажном виде, что делает такой процесс в высшей степени бюрократичным. Цепочка голосования обычно включает несколько участников, от агентов по голосованию до нескольких стоящих друг за другом номинальных держателей. Такая конструкция затрудняет институциональным инвесторам окончательное понимание – должным ли образом учтены их голоса. В некоторых странах для голосования требуется доверенность или личное присутствие.

Такого рода процедуры распространены во многих зарубежных компаниях. С точки зрения самого процесса голосования для конечного пользователя – акционера это не так заметно. В конечном итоге он просто инструктирует своего депозитария о том, как намеревается проголосовать<sup>82</sup>. Вся бумажная работа выпадает на долю одного

---

<sup>80</sup> Так, зарубежные нормы, предусматривающие внесение акционерами вопросов в повестку дня собрания, как правило, ограничивают эту возможность моментом направления уведомления о собрании акционерам (см., например, пп. (d)(ii) п. 4 ст. 338 UK Companies Act 2006, пп. (a) п. 4 ст. 134 The Companies Law of Republic of Cyprus и секцию 16 главы 7 «Общие собрания акционеров» шведского Companies Act).

Примечательное исключение представляет собой Республика Казахстан, законодательство которой допускает по решению 95 % акционеров изменить или дополнить повестку собрания прямо на самом собрании, а также прямо на собрании дополнить повестку собрания вопросом, решение по которому может ограничить права акционеров – владельцев привилегированных акций, если за это проголосовало 2/3 владельцев таких акций (см. пп. 2 п. 4 и п. 5 ст. 43 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах»).

<sup>81</sup> См. абзац шестой п. 2 ст. 52 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>82</sup> Как уже отчасти упоминалось выше, все еще встречаются ситуации, когда для заочного голосования акционер должен перерегистрироваться в реестр и после этого самостоятельно заполнить и отправить в компанию бумажный бюллетень для голосования.

из звеньев соответствующей цепочки учета прав на ценные бумаги. Вместе с тем, бумажные уведомления и бюллетени замедляют процесс как в части доведения информации до акционеров, так и в части сбора их голосов. Это объясняет те предельные сроки голосования, которые депозитарии устанавливают для своих клиентов заблаговременно до реальной даты окончания голосования на собраниях акционеров (например, за 14 дней до собрания). Бумажная документооборот влечет высокий риск человеческого фактора, например, потери бюллетеня, ошибки при переносе голосования из электронной инструкции акционера в конечный бумажный бюллетень или при считывании голосования в бюллетени сотрудником регистратора.

В этом смысле **процесс заочного голосования акционеров в России представляет собой лучшую в мире практику. Для акционеров – клиентов номинальных держателей заочное голосование происходит только в электронном виде** (т.е. «бумажное» голосование невозможно в принципе). Повестка собрания рассылается в электронном виде по цепочке («регистратор – номинальные держатели – клиенты»). Акционеры – клиенты инструктируют своих номинальных держателей удобным и привычным способом (как правило, с помощью современных технологий – swift-инструкция, электронный личный кабинет, инструкция по электронной почте). Далее номинальный держатель направляет их голоса в виде swift-сообщения обратно по цепочке «номинальный держатель – регистратор»<sup>83</sup>. По сравнению с голосованием через бумажные бюллетени, **процесс идет гораздо быстрее и значительно снижает риск человеческого фактора** (а при инструктировании номинального держателя swift-инструкцией риск практически полностью исключается). Для такого голосования **не требуется предоставлять ни доверенности, ни иного бумажного или даже электронного документа**. Номинальный держатель в силу своего статуса

---

<sup>83</sup> См. ст. 8.9 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

уполномочен российским законодательством передавать голоса клиента. **То есть инвесторы всегда могут быть уверены в том, что их голоса будут учтены должным образом**<sup>84</sup>.

### 1.6. Голосование квазиказначейскими акциями

Вместе с тем, в российском законодательстве имеется существенный пробел, который серьезно подрывает право голоса миноритарных акционеров. Речь идет о голосовании акциями публичного акционерного общества, принадлежащими подконтрольным ему организациям – «квазиказначейскими» акциями.

Инвесторы исходят из того, что квазиказначейские акции не должны иметь права голоса. Они приобретаются, по сути, самим акционерным обществом, в том числе за счет миноритариев компании. Статус таких акций не отличается от статуса казначейских акций (собственных акций общества, принадлежащих ему самому), голосование которых в России запрещено законом<sup>85</sup>. Голосование квазиказначейскими акциями нарушает интересы миноритариев, так как приобретаются они также и за их счет, но голосует ими менеджмент компании без их согласия и далеко не всегда в их интересах. Таким образом, происходит «размытие» права голоса миноритарных акционеров.

---

<sup>84</sup> В качестве еще одной проблемы UNPRI отмечает **отсутствие** формальной конечной точки: *в соответствии с common law председатель собрания должен подтвердить, что голоса были поданы, но он или она может сделать это еще до того, как все поданные голоса будут формально учтены как проголосовавшие. В некоторых странах в ряде случаев он может перейти к голосованию просто путем поднятия рук.*

Российская система голосования не отводит подобной роли председателю собрания, и функцию учета и подсчета голосов выполняет часть учетной системы – регистратор. Голосование по вопросам повестки дня путем поднятия рук в российских акционерных обществах исключено (разве что уставом или положением об общем собрании акционеров компании может быть установлен такой способ принятия решения по вопросу о порядке ведения общего собрания акционеров).

<sup>85</sup> П. 4.1. ст. 17, абзац пятый п. 1 ст. 34, абзац второй п. 3 ст. 72, п. 6 ст. 76 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Анализ законодательства 48 стран, которые вместе с Россией входят в индекс MSCI All Country World Index (23 развитых и 25 развивающихся рынков) показал, что в 45 из них установлен запрет голосования (либо приобретения) квазиказначейских акций<sup>86</sup>.

**Россия входит в число стран, в которых подобный запрет отсутствует<sup>87</sup>. Это серьезный недостаток российского корпоративного управления, подрывающий право голоса акционеров и ухудшающий инвестиционный климат<sup>88</sup>.**

Таким образом, **российское законодательство наилучшим образом способствует реализации принципа active ownership через голосование на общем собрании акционеров.** В частности, в России действует принцип «одна акция – один голос», который крайне важно и далее сохранять в публичных компаниях. Конечные владельцы акций считаются акционерами и реализуют право голоса от собственного имени без какой-либо перерегистрации акций. Уведомления и материалы собрания поступают акционерам автоматически (без запроса) в электронном виде и заблаговременно. Заочное голосование осуществляется быстро и эффективно в электронном виде без доверенностей или иных подобных документов.

Однако квазиказначейские акции по-прежнему являются голосующими. На практике голосование ими встречается все реже и реже, но фактически **ничто не мешает использовать их для «размытия» голосов миноритарных акционеров.**

---

<sup>86</sup> По данным рейтинга Doing Business Всемирного банка, который в рамках компонента Защита миноритарных инвесторов отслеживает, среди прочего, наличие запрета на приобретение квазиказначейских акций <https://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020>, а также по данным International Bar Association [www.ibanet.org](http://www.ibanet.org)

<sup>87</sup> Помимо России, в эту группу входят Филиппины, Катар и Аргентина.

<sup>88</sup> Следует заметить, что большинство крупных публичных компаний, имевших квазиказначейские акции и «исторически» выступавших против запрета их голосования, к настоящему времени аннулировали или значительно сократили их (Норильский Никель, Лукойл, Газпром, РусГидро, Ростелеком), а большинство остальных ими не голосует (ИнтерРАО, ФСК ЕЭС, Роснефть, Аэрофлот, МТС).

Российское законодательство, как и законодательство прочих юрисдикций на которые ориентируются инвесторы, **обеспечивает полноценную возможность очного участия в годовом собрании акционеров** (если не считать «пандемийных» исключений).

Крайне важно, чтобы при введении возможности дистанционного участия в очном собрании акционеров **законодательство гарантировало таким «виртуальным» участникам те же права и возможности (выступать на собрании и иметь постоянный доступ ко всей информации, раскрываемой на собрании), что и «физическим» участникам очного собрания.**

## **2. Выдвижение и избрание кандидатов в совет директоров, включение вопросов в повестку общего собрания акционеров**

Наиболее значимым правом активных акционеров является право выдвигать и избирать кандидатов в совет директоров. Реализовывать его, несомненно, гораздо сложнее, чем право голоса. Однако не в каждой юрисдикции, учитывая особенности регулирования и структуры капитала публичных компаний, должная реализация этого права дает ожидаемый результат.

Роль и влияние совета директоров зависит от особенностей конкретной компании – распыленный ли у нее уставной капитал без концентрации значимых пакетов акций в одних руках<sup>89</sup> или же имеется контролирующий акционер. В случае распыления капитала может возникнуть два пограничных состояния. Либо управление

---

<sup>89</sup> Такая ситуация в чистом виде становится все более теоретической конструкцией. Как следует из недавнего исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021, тенденцией последнего времени является повышение концентрации пакетов акций в одних или нескольких руках. Так, во всех 45 рассмотренных юрисдикциях 20 крупнейших акционеров владеют в среднем от 46 % до 77 % капитала компании. См. с. 22-26 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

компанией действительно оказывается в руках совета директоров<sup>90</sup>, либо он сам оказывается в фактически подчиненном положении по отношению к CEO компании. Аналогичным образом, при наличии контролирующего акционера, совет директоров либо оказывается в «правильном» положении между акционерами и менеджментом и эффективно осуществляет свои функции, либо стоит в стороне от «вертикали» «контролирующий акционер – менеджмент» и лишь формально утверждает решения, которые «созревают» внутри указанной вертикали.

Во всех этих (а равно и промежуточных) случаях наличие в составе совета директоров независимого кандидата, выдвинутого и поддерживаемого широким кругом миноритарных акционеров, крайне важно. И с точки зрения участия такого директора в работе полноценно функционирующего совета директоров, и в части усилий по исправлению статуса «подчиненного» и «формального» совета директоров. Даже если в нем уже есть независимые директора, предложенные менеджментом, самим советом или контролирующим акционером. Практика показывает, что именно активные независимые директора, предложенные миноритариями, зачастую выступают драйверами позитивных изменений в работе советов директоров, повестки корпоративного управления и устойчивого развития. Поэтому возможность миноритарных акционеров предложить и избрать независимого директора в совет бесценна с точки зрения active ownership.

Другим важным правом акционеров является предложение вопросов в повестку дня собрания. В отличие от избрания совета директоров, процедура которого, как будет показано ниже, в ряде случаев позволяет миноритарным акционерам избирать кандидатов лишь своими голосами, принятие решения на собрании, как правило,

---

<sup>90</sup> В «еще более крайнем» варианте, подобный совет директоров неохотно подчиняется акционерам, сам себя ротировает, а от появления крупных акционеров, способных повлиять на избрание членов совета директоров, защищается механизмами poison pills.



требует большинства голосов. В связи с этим миноритарные акционеры, внося вопрос в повестку собрания, заранее рассчитывают на его одобрение со стороны прочих акционеров. Конечно, сначала они могут попытаться донести свою позицию до менеджмента и совета директоров, но, не встретив понимания или изначально не рассчитывая на него, вынужденно прибегнут к внесению вопроса в повестку собрания<sup>91</sup>.

Обе эти возможности базируются на совокупности нескольких правил.

## **2.1. Право выдвижения кандидатов в совет директоров, а также включения иных вопросов в повестку дня годового собрания акционеров**

**Важное преимущество российского законодательства заключается в том, что именно конечный владелец акций обладает соответствующими корпоративными правами и может осуществлять выдвижение кандидатов в совет директоров, действуя сам и от своего имени.** Напротив, в тех юрисдикциях, где корпоративные права предоставлены только лицам, зарегистрированным в реестре, конечные владельцы могут осуществлять выдвижение в совет директоров лишь через клиентское инструктирование таких лиц, которые будут предлагать кандидата от своего имени, но с оговоркой, что действуют по инструкции определенного клиента<sup>92</sup>.

Во-первых, серьезно усложняется сам процесс, поскольку все документы проходят юридическую и комплаенс экспертизу еще и со стороны соответствующего лица,

---

<sup>91</sup> С точки зрения того, как часто акционерам предоставляется возможность внести вопросы в повестку собрания, все популярные у инвесторов юрисдикции выглядят примерно одинаково. В публичных компаниях раз в год проводятся общие собрания акционеров (в России – в период с марта по июнь (см. абзац третий п. 1 ст. 47 Федерального закона «Об акционерных обществах»), в Великобритании – не позднее июня (см. section 336 UK Companies Act 2006), в Швеции – также не позднее июня (см. секцию 10 Главы 7 «Общие собрания» шведского Companies Act (SFS 2005:551)), либо чуть реже (например, на Кипре такие собрания проводятся не позднее 15 месяцев с даты предыдущего годового общего собрания акционеров – см. Section 125 (1) of the Cyprus Companies Law, Cap. 113).

<sup>92</sup> См., например, выдвижение группой миноритарных акционеров – конечных владельцев акций через зарегистрированного в реестре владельца акций Aurora Nominees Ltd. кандидатов для избрания в совет директоров компании Petropavlovsk Plc. на внеочередном собрании акционеров в 2021 году <https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2020/07/Circular-and-Notice-of-Meeting-Final.pdf>

которое не всегда готово направлять письмо о выдвижении или приложенное к нему заявление акционера именно в том виде, в котором его подготовил конечный владелец акций. Во-вторых, не каждый участник финансового рынка готов предоставлять такую услугу.

У российского регулирования в данной части имеется серьезный недостаток, касающийся **возможности владельцев депозитарных расписок на акции компании реализовывать соответствующие права**. С одной стороны, некая общепринятая доктринальная позиция в отношении корпоративных прав владельцев депозитарных расписок заключается в том, что они имеют только право голоса и право получения дивидендов. С другой стороны, как было отмечено выше, во многих иностранных юрисдикциях акционером со всеми соответствующими правами считается то лицо, сведения о котором отражены в реестре акционеров. В случае выпуска депозитарных расписок на акции компании таким лицом оказывается банк – эмитент депозитарных расписок (банк – депозитарий) и, получается, что он уже формально обладает всеми необходимыми правами. На практике, если владельцы депозитарных расписок собирают пакет расписок, представляющий количество акций, которое дает то или иное корпоративное право, они могут обратиться к банку – депозитарию с запросом осуществить соответствующее корпоративное право от его имени<sup>93</sup>. По существу, это мало чем отличается от реализации корпоративного права конечными владельцами акций через зарегистрированного в реестре владельца акций. Таким образом, следует признать, что во всех соответствующих юрисдикциях владельцы депозитарных расписок обладают теми же правами, что и конечные владельцы акций. Это позволяет им на практике реализовывать принцип active ownership.

---

<sup>93</sup> См., например, выдвижение группой миноритариев – владельцев депозитарных расписок через банк-депозитарий BNY (Nominees) Ltd. кандидата в совет директоров компании VEON Ltd. на годовом собрании в 2021 году <https://www.veon.com/investors/equity-investors/aggm/notice-of-the-2021-annual-general-meeting-of-shareholders-of-veon-ltd/>

В России подобная ситуация с корпоративными правами владельцев депозитарных расписок существовала до 1 июля 2016 года. Как уже отмечалось, вплоть до указанной даты в российской системе учета прав на ценные бумаги банк – эмитент депозитарных расписок на акции российского эмитента «выглядел» собственником акций. Владельцы депозитарных расписок точно также имели возможность реализовывать через него соответствующие корпоративные права. Однако в результате реформы системы корпоративных действий ситуация изменилась. Банк – депозитарий утратил возможность реализовывать права акционера от своего имени, а владельцы депозитарных расписок соответствующих прямых прав не получили. Таким образом, **реформа национальной системы корпоративных действий**, преимущества которой описаны в настоящей главе, **полностью лишила владельцев депозитарных расписок указанных активных корпоративных прав**. С учетом того, что у многих российских компаний существенная часть free-float представлена депозитарными расписками, такой регресс негативно сказался на возможности их инвесторов реализовывать соответствующие принципы active ownership.

Следующий важный вопрос – **какое количество акций необходимо для выдвижения кандидата в совет директоров или внесения вопроса в повестку дня**. Передовую с точки зрения обеспечения прав миноритарных акционеров практику демонстрирует регулирование в США. Количество акций, необходимое для выдвижения кандидата в совет директоров законом не регламентировано. Компании могут устанавливать соответствующие пороги уставом. Вместе с тем, многие крупные компании предоставляют такое право любому акционеру<sup>94</sup>. В качестве недостатка

---

<sup>94</sup> Например, см. секцию 2.5. устав компании Amazon.com, Inc. – [https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc\\_downloads/governance/AMZN-Bylaws.pdf](https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_downloads/governance/AMZN-Bylaws.pdf) и секцию 2.4.ii устава

данного механизма выступает тот факт, что компания не обязана включать какую-либо информацию о выдвинутом кандидате. Ситуацию не спасает даже существующее право акционеров предлагать вопросы в повестку дня. Для его реализации уже требуется определенный относительно небольшой по размеру и продолжительности владения пакет акций – либо стоимостью 2 000 долларов США, принадлежащий акционеру не менее трех лет, либо 15 000 долларов США с владением не менее двух лет, либо 25 000 долларов США с владением не менее одного года. Данное право позволяет требовать включения в повестку дня собрания не только самого вопроса, но и определенного сопроводительного текста. Однако это право нельзя использовать для целей выдвижения кандидатов в совет директоров или их поддержки<sup>95</sup>. Поэтому выдвинувшим кандидата акционерам приходится проводить целую кампанию по поддержке и сбору голосов<sup>96</sup>. Что, впрочем, мало отличается от того, как работает данная процедура в России, несмотря на гораздо более высокий начальный порог.

Аналогичного подхода придерживаются страны Северной Европы, предоставляя право вносить вопросы в повестку собрания каждому акционеру<sup>97</sup>. В Великобритании соответствующее право предоставлено «пятипроцентным» акционерам, а также действующим совместно не менее чем 100 акционерам, каждый из которых заплатил за акции не менее 100 фунтов стерлингов<sup>98</sup>. Помимо выдвижения кандидата или внесения вопроса в повестку дня, такие акционеры вправе потребовать

---

компания Tesla Motors, Inc. –  
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000119312512265186/d364245dex32.html>

<sup>95</sup> <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf>

<sup>96</sup> [http://www.theactivistinvestor.com/The\\_Activist\\_Investor/Proxy\\_Access.html](http://www.theactivistinvestor.com/The_Activist_Investor/Proxy_Access.html)

<sup>97</sup> См., например, секцию 16 главы 7 «Общие собрания» шведского Companies Act (SFS 2005:551). Согласно исследованию OECD Corporate Governance Factbook 2021, аналогичный подход существует в Дании, Финляндии, Исландии и Норвегии (см. таблицу 3.2. на с. 93-95). Больше информации по теме на с. 47 и 49 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

<sup>98</sup> См. секцию 338 Companies Act 2006 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/338>

включить в материалы собрания заявление объемом не более чем в 1000 слов<sup>99</sup>. Последнее правило, безусловно, облегчает агитацию за выдвинутых кандидатов. Многие англо-саксонские юрисдикции следуют подходу Великобритании<sup>100</sup>.

Если представить позиции других стран в части регулирования размера пакета акций, дающего соответствующие права, в виде графика, они разместятся где-то между подходом США – Северной Европы (к ним относятся также Новая Зеландия и ЮАР, а также в определенном смысле – Швейцария) и Великобритании. Лишь немногие государства устанавливают, по сути, запретительные для портфельных инвесторов пороги (например, Мексика и Чили с 10 %, а также Коста-Рика и Колумбия с 25 % и 50 % + 1 акция соответственно)<sup>101</sup>.

Российским законодательством такое право предоставлено владельцам 2 % голосующих акций<sup>102</sup>. С учетом концентрированного акционерного капитала<sup>103</sup>, любое большее значение существенно бы затрудняло для портфельных инвесторов реализацию соответствующего права. **Таким образом, Россию можно смело включать в группу юрисдикций, которые предоставляют достаточно адекватную возможность для инвесторов выдвигать кандидатов в совет директоров и предлагать вопросы в повестку дня годового собрания акционеров.** Вместе с тем, упомянутая практика США, государств Северной Европы, а также некоторых других стран показывает, что существуют гораздо более удобные условия для инвесторов в

---

<sup>99</sup> См. секции 314 Companies Act 2006 <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/314>

<sup>100</sup> См., например, секцию 134 The Companies Law of Republic of Cyprus <https://ciba-cy.org/wp-content/uploads/2018/11/The-Companies-Law-Cap-113.pdf> и секцию 79 of The Companies Act 1981 of Bermuda <http://www.bermudalaws.bm/laws/consolidated%20laws/companies%20act%201981.pdf>

<sup>101</sup> См. с. 74-75, а также таблицу 3.2. на с. 93-95 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>102</sup> П. 1 и 2 ст. 53 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>103</sup> См. диаграмму 8 на с. 18 публикации ОЭСР Owners of the World's Listed Companies (De La Cruz, Medina and Tang, 2019) <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>, а также раздел 1.6 на с. 24, диаграмму 1.8 на стр. 25 и диаграмму 1.9 на с. 26 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021.

части реализации этих прав. Каких-либо неблагоприятных последствий с точки зрения баланса интересов участников корпоративных отношений на практике это не влечет.

В данном контексте стоит упомянуть право акционеров созывать внеочередное собрание. С точки зрения его регулирования все юрисдикции можно условно разделить на две группы. В первой из них необходимый для реализации права пакет акций установлен в законе на том же уровне, что и для реализации права предлагать вопросы в повестку собрания. В большинстве случаев речь идет о тех странах, в которых и в том, и в другом случае требуется 5 % акций. Во второй группе для реализации права необходим больший пакет акций, чем для реализации права предлагать вопросы в повестку собрания. Примечательно, что к этой группе относятся все те страны, в которых предлагать вопросы в повестку может практически любой акционер. Model Business Corporation Act США, законодательство стран Северной Европы, Новой Зеландии, ЮАР и Швейцарии для реализации права по созыву внеочередного общего собрания акционеров устанавливают пороги в 5 – 10 %<sup>104</sup>. Россия также относится ко второй группе с порогом в 10 % голосующих акций<sup>105</sup>. Обосновано это, очевидно, тем, что созыв внеочередного общего собрания акционеров требует дополнительного отвлечения сил и средств компании. Этот инструмент является скорее резервным и на практике используется гораздо реже, чем выдвижение кандидатов и включение вопросов в повестку годового собрания.

Важно отметить, что все данные права в России можно реализовывать в электронном виде. Однако в отличие от электронного голосования, которое является обязательной и единственно возможной процедурой заочного голосования в силу требований закона, электронное выдвижение кандидата в совет директоров возможно,

---

<sup>104</sup> См. с. 74, а также таблицу 3.2. на с. 93-95 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>105</sup> П. 1 ст. 55 Федерального закона «Об акционерных обществах».

только если соответствующий локальный российский депозитарий предоставляет соответствующую услугу<sup>106</sup>. В настоящее время практически все они подобную услугу уже предоставляют.

Акционер может, например, выдвинуть кандидата в совет директоров, просто направив соответствующую инструкцию в электронном виде своему номинальному держателю. Он передаст ее далее по цепочке учета прав на ценные бумаги в виде swift-сообщения и, если необходимо, дополнительные документы в электронном виде (например, копию согласия кандидата на выдвижение в совет директоров), направленные по электронной почте. Процесс происходит без траты времени на составление бумажного документа о выдвижении кандидата и без прикладывания к нему доверенностей или выписок по счетам депо.

На тот случай, если кандидата номинирует совместно несколько акционеров, часть из которых по какой-либо причине не может воспользоваться процедурой электронного выдвижения, российским законодательством предусмотрена возможность совместного электронно-бумажного выдвижения<sup>107</sup>. Таким образом, **российское законодательство предоставляет все условия для комфортной и эффективной реализации указанных прав.**

Вместе с тем, следует выделить и имеющиеся недостатки. Российская система корпоративных действий обладает колоссальным потенциалом, чтобы сделать совместные электронные действия нескольких акционеров простыми и удобными. Вопреки этому, соответствующий процесс затруднен рядом искусственных препятствий. Если акционеры держат свои акции в разных депозитариях, то для

---

<sup>106</sup> П. 2 ст. 8.9. Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>107</sup> Абзац третий п. 2.14 Положения Банка России от 16 ноября 2018 года N 660-П «Об общих собраниях акционеров».

совместного электронного выдвижения кандидатов в совет директоров каждый из таких акционеров в инструкции своему депозитарию должен указать данные о себе, выдвигаемом кандидате и референс-номер совместного выдвижения. Но кроме этого, необходимо отметить всех участвующих в выдвижении акционеров, а также в отношении каждого из них – точное количество принадлежащих акций, наименование непосредственного депозитария, наименование локального российского депозитария, LEI-номер такого депозитария и номер счета депо акционера в нем. В случае если совместно действующих акционеров десять или более (что является нормальной ситуацией при выдвижении в совет директоров крупной публичной компании), все перечисленные **технические требования могут просто сорвать совместное выдвижение**. Представляется, что **было бы достаточно** (в том числе для целей идентификации всех делающих совместное выдвижение акционеров) **указания данных о себе, о выдвигаемом кандидате и референс-номера совместного выдвижения**.

## **2.2. Процедура избрания совета директоров компании**

Пожалуй, самый главный вопрос в части реализации прав акционеров на **выдвижение и избрание кандидата в совет директоров – действительно ли процедура избрания совета директоров предоставляет миноритарным акционерам возможность избрать кандидата**.

**Российским законодательством предусмотрены наиболее благоприятные для миноритарных акционеров правила избрания совета директоров, особенно с учетом концентрации акционерного капитала<sup>108</sup>**. Это утверждение верно как с точки

---

<sup>108</sup> В России он, пожалуй, самый сконцентрированный – см. диаграмму 8 на с. 18 публикации ОЭСР *Owners of the World's Listed Companies* (De La Cruz, Medina and Tang, 2019) <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>, а также см. раздел 1.6 на с.



зрения такой возможности для миноритариев, так и с точки зрения правомочия всех акционеров избирать кандидатов в совет директоров пропорционально их доле в капитале компании (чем она выше, тем больше кандидатов можно избрать).

Советы директоров российских акционерных обществ избираются кумулятивным голосованием и только путем избрания всего совета директоров целиком<sup>109</sup>. При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров компании. Акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами. Избранными в состав совета директоров считаются кандидаты, набравшие наибольшее число голосов<sup>110</sup>. Данная система позволяет миноритарным акционерам избирать кандидатов только своими голосами<sup>111</sup>.

В этом случае возможность миноритарных акционеров избирать в совет директоров своего кандидата зависит от количества мест в совете директоров. Чем их больше, тем меньший пакет необходим миноритарным акционерам, чтобы провести своего кандидата. В этой связи законом регулируется количество мест в совете директоров: минимально возможное – пять, для компаний с числом акционеров более тысячи – семь, более десяти тысяч – девять. В уставе компании или решением

---

24, диаграмму 1.8 на с. 25 и диаграмму 1.9 на с. 26 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>109</sup> Staggered boards, когда совет директоров переизбирается не целиком, а, например, за некий период времени каждый раз переизбирается треть состава совета директоров, в России невозможен. Портфельные инвесторы традиционно выступают против такой структуры советов директоров. См., например, например, секцию «Classified Boards» на с. 3 Fidelity Proxy Voting Guidelines [https://www.fidelity.com/bin-public/060\\_www\\_fidelity\\_com/documents/Full-Proxy-Voting-Guidelines-for-Fidelity-Funds-Advised-by-FMRC-and-SelectCo.pdf](https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/Full-Proxy-Voting-Guidelines-for-Fidelity-Funds-Advised-by-FMRC-and-SelectCo.pdf). Видимо, это одна из причин, почему их становится все меньше на практике даже там, где они разрешены законодательством – см. с. 141 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>110</sup> Абзацы второй и третий п. 4 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>111</sup> <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/cumulative-voting>

собрания акционеров можно установить большее количество мест в совете директоров<sup>112</sup>, и многие компании этим активно пользуются<sup>113</sup>.

Помимо этого, на каждом годовом собрании акционеров полномочия текущего совета директоров автоматически прекращаются<sup>114</sup> и миноритарные акционеры получают шанс избрать своего кандидата. При этом возможность прекратить полномочия одного члена совета директоров решением собрания акционеров или совета директоров отсутствует. Если возникает такая необходимость, то переизбирается весь совет директоров<sup>115 116</sup>. Это защищает миноритарных акционеров от исключения избранного их кумулятивными голосами кандидата из состава совета решением контролирующего акционера.

**Указанный подход уникален и является важной позитивной особенностью российского корпоративного законодательства.** Большинство иных юрисдикций не гарантируют инвесторам столь же комфортных условий.

В иностранных правопорядках законом чаще всего закреплено избрание совета директоров большинством голосов<sup>117</sup>. С учетом того, что полностью расплывенные структуры капитала на практике встречаются все реже и реже<sup>118</sup>, во всех таких юрисдикциях совет директоров избирается в полном составе голосами

---

<sup>112</sup> П. 3 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>113</sup> Как отмечено в исследовании Stanton Chase от августа 2020 года «Советы директоров крупнейших российских публичных компаний», в среднем совет директоров крупной российской публичной компании состоит из 11 человек. При этом есть примеры советов директоров и с большим количеством мест (12-15 мест) – см. с. 5: [https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD\\_Russia\\_Report\\_2020\\_v14\\_RUS\\_Final.pdf](https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD_Russia_Report_2020_v14_RUS_Final.pdf)

<sup>114</sup> П. 3 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>115</sup> Абзац третий п. 1 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>116</sup> Если член совета директоров «выбывает» из состава совета директоров, прибегать к этой процедуре нет необходимости – голоса выбывших членов совета директоров просто не учитываются при соответствующем подсчете. Переизбрание совета директоров потребует только в том случае, если количество оставшихся членов станет менее установленного законом кворума (абзац третий п. 2 ст. 28, абзац третий п. 2 ст. 33, абзац четвертый п. 8 ст. 53, п. 2 ст. 68, абзац пятый п. 4 ст. 69, абзац пятый п. 1 ст. 77 и абзац первый п. 2 ст. 79 Федерального закона «Об акционерных обществах»).

<sup>117</sup> См. с. 156 - 157 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>118</sup> См. с. 25 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

контролирующего акционера или группы крупнейших акционеров, совместно имеющих контрольный пакет. Поэтому миноритарии, которые выдвигают кандидатов в совет директоров, должны, как правило, тем или иным образом обеспечивать поддержку их кандидатов голосами таких акционеров. Примечательны ситуации, когда соответствующие крупнейшие акционеры имеют именно такой пакет акций, который дает им контроль на собрании акционеров лишь с относительно небольшой явкой<sup>119</sup>. Тогда выдвинувшие кандидатов миноритарии имеют шанс созвать на собрание большее количество прочих миноритариев и «переголосовать» крупнейших акционеров.

Обязательное избрание совета директоров публичной компании кумулятивным голосованием, помимо России, закреплено лишь в нескольких юрисдикциях – Китай (при наличии контролирующего акционера с не менее чем 30 % акций), Саудовская Аравия<sup>120</sup>, Перу<sup>121</sup>, а также Казахстан<sup>122</sup> и Украина<sup>123</sup>.

---

<sup>119</sup> Такое большинство голосов практически всегда считается не от числа всех акционеров, а от принявших участие в голосовании. В соответствующих ситуациях важное значение приобретает требуемый кворум собрания – сколько акционеров должно собраться, чтобы собрание считалось полномочным. Во многих странах это требование такое же, как в России – должны присутствовать акционеры, владеющие более чем 50 % голосов (например, в Бразилии, Индии, Японии). Вместе с тем, в законах встречаются и менее строгие требования к кворуму. Например, два акционера в сумме с 25 % в Израиле, 20 % во Франции, три акционера – на Кипре, два акционера – в Австралии и Великобритании, один акционер – в Австрии, совсем нет требований в Португалии. Подробнее см. в подборке DLA Piper <https://www.dlapiperintelligence.com/goinggglobal/corporate/index.html?t=32-quorum-requirements>, в части Кипра см. section 128(1)(c) of Cyprus Companies Law.

Уставами, как правило, соответствующие требования можно усилить. Например, уставом кипрской Etalon Plc. кворум установлен в виде трех акционеров, владеющих не менее чем третью обыкновенных акций компании – см. пункт 50 [https://www.etalongroup.com/fileadmin/user\\_upload/pdf/Governance\\_Policies/etalon-group-plc-memorandum-and-articles-of-association.pdf](https://www.etalongroup.com/fileadmin/user_upload/pdf/Governance_Policies/etalon-group-plc-memorandum-and-articles-of-association.pdf), а уставом британской компании BP P.L.C. кворум определен пятью акционерами – см. п. 54.1. <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-memorandum-and-articles-of-association-2018.pdf>

<sup>120</sup> См. стр. 157 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>121</sup> См. стр. 223 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>122</sup> П. 3 ст. 54 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах» [https://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=1039594#pos=1169;-54](https://online.zakon.kz/Document/?doc_id=1039594#pos=1169;-54)

<sup>123</sup> П. 10 ст. 53 Закона Украины «Об акционерных обществах». Подробнее: [https://kodeksy.com.ua/ka/ob\\_akcionernyh\\_obwestvah.htm](https://kodeksy.com.ua/ka/ob_akcionernyh_obwestvah.htm).

С другой стороны, во многих юрисдикциях кумулятивное голосование при избрании совета директоров можно предусмотреть уставом, но пользуются такой возможностью компании не часто<sup>124 125 126</sup>.

Согласно исследованию ОЭСР, в некоторых юрисдикциях существуют механизмы, отличные от кумулятивного голосования, обеспечивающие возможность миноритарным акционерам избирать в совет директоров своего кандидата. Отмечены четыре государства<sup>127</sup>, в которых подобные правила являются обязательными:

- избрание независимых директоров при условии голосования за них большинства акционеров и большинства миноритариев – в Великобритании (для компаний, имеющих премиальный листинг и контролирующего акционера);

---

<sup>124</sup> См. с. 157 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>125</sup> Из воспользовавшихся можно отметить зарегистрированную на Бермудах VEON Ltd. – см. п. 44.2 устава компании <https://www.veon.com/media/2958/final-veon-bye-laws-10-june-2021.pdf>

<sup>126</sup> Удивительно, но встречаются и глобальные портфельные инвесторы, выступающие против такого порядка избрания совета директоров. См., например, секцию «Cumulative Voting Rights» на с. 3 Fidelity Proxy Voting Guidelines [https://www.fidelity.com/bin-public/060\\_www\\_fidelity\\_com/documents/Full-Proxy-Voting-Guidelines-for-Fidelity-Funds-Advised-by-FMRCo-and-SelectCo.pdf](https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/Full-Proxy-Voting-Guidelines-for-Fidelity-Funds-Advised-by-FMRCo-and-SelectCo.pdf). Судя по всему, такой подход исходит из представления о крайней распыленности уставного капитала публичных компаний, когда, теоретически, акционеры могут хаотично распределять свои кумулятивные голоса среди большого списка кандидатов, что не придает процессу стабильности и прогнозируемости. Вместе с тем, как уже отмечалось, акционерный капитал во всем мире сейчас имеет тенденцию к концентрации. С учетом этого, такой подход с точки зрения active ownership выглядит, как минимум, крайне недифференцированным, как максимум – устаревшим. Помимо этого, думается, он исходит еще и из неправильного представления о работе кумулятивного голосования на практике. Потому что даже при «настоящем» распыленном капитале на собрании с кумулятивным голосованием большинство акционеров скорее всего распределит свои голоса за тех кандидатов, которые будут рекомендованы действующим советом директоров, и лишь отдельная группа миноритарных акционеров иногда может избирать своими голосами иного кандидата. На практике результат выглядит примерно также, как и при концентрированном капитале. В сухом остатке это обеспечивает наличие в совете директоров кандидата, предложенного не самим советом директоров, а активными миноритарными акционерами, что чаще всего идет на пользу корпоративному управлению в компании. Более того, при таком «настоящем» распыленном капитале и избрании совета директоров большинством голосов, если группа акционеров захочет получить контроль над советом директоров с некими не очень добросовестными целями, то концентрация в их руках большинства голосов на собрании позволит им сформировать совет директоров из лояльных кандидатов. И тем миноритариям, которые хотят сохранить в совете директоров хотя бы нескольких по-настоящему независимых директоров, просто нечего будет им противопоставить.

<sup>127</sup> См. с. 158 и 223-224 OECD Corporate Governance Factbook 2021. Перу в данный перечень включено, очевидно, ошибочно, поскольку, исходя из описания соответствующих правил, оно должно быть в перечне тех стран, в которых предусмотрено кумулятивное голосование по вопросу избрания совета директоров. Про подробности соответствующих процедур также можно прочитать на стр. 49 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

- избрание независимых директоров голосами большинства миноритариев – в Израиле;
- назначение миноритариями с существенным пакетом (10 % и более) акций своего кандидата в совет директоров – в Португалии;
- выдвижение миноритариями своего списка кандидатов, часть которых должна быть обязательно избрана в совет директоров – в Италии.

Каждый из данных способов имеет свои недостатки и является гораздо менее эффективным в смысле обеспечения соответствующих прав миноритарных акционеров по сравнению с кумулятивным голосованием<sup>128</sup>.

Обязательного ежегодного переизбрания совета директоров зарубежное законодательство, как правило, также не требует<sup>129</sup>. Вместе с тем, аналогичное предписание российского закона представляет собой наилучшую практику. Подтверждается это, например, тем, что соответствующая рекомендация закреплена Кодексом корпоративного управления Великобритании<sup>130</sup>, а также в политиках многих крупнейших глобальных портфельных инвесторов<sup>131</sup>. В силу этого, ежегодное

---

<sup>128</sup> Так, процедура в Великобритании представляет собой не самостоятельное избрание кандидата миноритарными акционерами, а как бы одобрение или неодобрение ими того кандидата, которого выбрал контролирующий акционер. Правила в Израиле более удобны миноритариям, но при этом «в миниатюре» отражают ровно ту же проблему, что возникает при избрании кандидатов большинством от общего числа голосов – необходимо сконцентрировать поддержку большинства. Португальский способ предусматривает довольно высокий порог, который в случае крупной публичной компании будет, по существу, запретительным для портфельных инвесторов. Наконец, в Италии соответствующие кандидаты все равно будут избраны голосами именно контролирующего акционера, хотя и из списка, составленного миноритарными акционерами из их кандидатов (при условии, что, в идеале, дружественные контролируемому акционеру миноритарии на этот процесс негативно не влияют).

<sup>129</sup> Исследование ОЭСР, наряду с Россией, отмечает только три страны, в которых есть обязательное ежегодное переизбрание совета директоров (Канада, Япония и Швейцария) – см. с. 140-141 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>130</sup> См. clause 18 of UK Corporate Governance Code <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>. Помимо кодекса Великобритании, такая же рекомендация закреплена в кодексах Финляндии и Швеции.

<sup>131</sup> См., например, секцию «Regular accountability» на с. 6 BlackRock Investment Stewardship Global Principles <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf> и секцию «Governance structures» Vanguard's Investment Stewardship principles <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/principles-policies/>,

переизбрание совета директоров предпочитают многие компании, от которых это регуляторно не требуется<sup>132</sup>.

Критики ежегодного переизбрания совета директоров утверждают, что такой поход негативно сказывается на мотивации членов совета, особенно независимых – отсутствует стабильность и доступ к долгосрочной системе корпоративных вознаграждений. Вместе с тем, требование о ежегодном переизбрании совета директоров вовсе не означает необходимость избирать «в каждое кресло» нового директора. Ничто не препятствует контролирующему или иному акционеру гарантировать директору пребывание в совете директоров в течение нескольких лет, например, путем заключения соответствующего соглашения или объявления меморандума и последующего голосования за него на годовых собраниях несколько лет подряд. И, напротив, увеличение срока переизбрания не дает директорам дополнительной гарантии их пребывания в составе совета, поскольку контролирующий акционер в любой момент сможет переизбрать его на внеочередном собрании.

Исследования показывают, что, несмотря на ежегодное переизбрание, члены советов директоров российских компаний находятся в совете директоров в среднем пять лет<sup>133</sup>. Поэтому проблема ежегодного переизбрания совета директоров представляется надуманной как с теоретической, так и с практической точки зрения.

---

<sup>132</sup> См. с. 141 OECD Corporate Governance Factbook 2021.

<sup>133</sup> См. с. 8 исследования Stanton Chase от августа 2020 года «Советы директоров крупнейших российских публичных компаний» [https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD\\_Russia\\_Report\\_2020\\_v14\\_RUS\\_Final.pdf](https://www.stantonchase.com/wp-content/uploads/2020/08/BoD_Russia_Report_2020_v14_RUS_Final.pdf). Выборочный анализ сроков работы независимых директоров в советах крупнейших публичных компаний показывает, что многие из них работают в составе совета директоров и большие сроки. В том числе за пределами рекомендованных российским Кодексом корпоративного управления семи лет. Проблемой, скорее, становится слишком долгое пребывание в составе совета директоров.

Что же касается денежного вознаграждения, то российский Кодекс корпоративного управления, исходя из лучших практик, в качестве предпочтительной формы рекомендует для членов совета директоров годовое вознаграждение. Кодекс также дополнительно допускает практику поощрения акциями общества, предусматривающую долгосрочное владение. «Оптимальным с точки зрения долгосрочной мотивации является установление таких правил, которые позволяют директору реализовать основную часть принадлежащих ему акций общества лишь по истечении определенного срока (не менее одного года) после его выхода из состава совета директоров общества»<sup>134</sup>. Таким образом, в контексте обсуждаемого вопроса довод про вознаграждение не является релевантным.

Второй аргумент критиков ежегодного переизбрания совета директоров сводится к тому, что такое частое переизбрание совета директоров не является необходимым в смысле обеспечения соответствующих прав акционеров, поскольку у них всегда есть право потребовать переизбрания совета директоров и предложить своего кандидата. Однако эта позиция выглядит сомнительной. Представляется, что механизм созыва внеочередного общего собрания для переизбрания совета директоров не может заменить собой ежегодное переизбрание совета директоров. Во-первых, для созыва внеочередного собрания необходимо консолидировать уже 10 % голосующих акций (против 2 % для выдвижения кандидата на годовом собрании). Это сразу делает процедуру недоступной для портфельных инвесторов во многих компаниях. Во-вторых, на таком внеочередном собрании необходимо получить одобрение мажоритарного акционера на прекращение полномочий действующего совета директоров. Это позволяет контролирующему акционеру блокировать любую попытку досрочного переизбрания совета директоров миноритарными акционерами.

---

<sup>134</sup> См. п. 4.2.1., 233, 4.2.2., 238 Кодекса корпоративного управления (Письмо Банка России от 10 апреля 2014 года N 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления»).

С практической точки зрения продление срока полномочий совета директоров будет означать только лишение миноритарных акционеров ежегодного шанса избрать своего кандидата в совет директоров. Все остальное, по существу, останется без изменений.

Наконец, правило о невозможности по решению собрания акционеров или совета директоров прекратить полномочия одного члена совета директоров, которое «защищает» избранных голосами миноритариев кандидатов, может отсутствовать даже в тех юрисдикциях, где совет директоров избирается кумулятивным голосованием<sup>135</sup>.

В завершение, стоит обратиться к особенностям реализации **прав акционеров на внесение вопросов в повестку дня** в различных юрисдикциях.

В российском законодательстве компетенция собрания акционеров публичного акционерного общества строго ограничена кругом определенных стратегических вопросов, касающихся наиболее значимых аспектов деятельности компании, ее отчетности и формирования органов<sup>136</sup>. Подобным образом определен и круг вопросов, которые акционеры могут выносить на собрание<sup>137</sup>, а в отношении некоторых закон указывает, что они могут быть вынесены только по предложению совета директоров, если иное не установлено уставом общества. К таким вопросам относятся – реорганизация компании, выкуп ее акций, одобрение крупных сделок и сделок с заинтересованностью, утверждение документов, регулирующих деятельность органов

---

<sup>135</sup> Так, в Казахстане собрание акционеров может прекратить полномочия одного (или нескольких) члена совета директоров и избрать кумулятивным голосованием на его место нового кандидата. Но при избрании одного-двух директоров кумулятивное голосование не имеет никакого практического смысла и, по существу, равно избранию большинством голосов. См. п. 3 и 5 ст. 55 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах».

<sup>136</sup> См. пп. 20 п. 1 ст. 48 Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>137</sup> Абзац пятый п. 5. ст. 52 Федерального закона «Об акционерных обществах».



компания, и некоторые другие<sup>138</sup>. Помимо этого, размер дивидендов, которые также одобряются собранием акционеров, не может быть больше рекомендованного советом директоров<sup>139</sup>.

Такое разграничение отводит собранию акционеров скорее «контрольную», нежели «руководящую» функцию, относя вопросы общего управления компанией и определение ее стратегии к компетенции совета директоров, а вопросы текущего управления – к компетенции исполнительных органов. В такой ситуации главный инструмент active ownership и основной способ участия в текущем управлении компанией для акционеров – формирование ее органов управления. Внесение вопросов в повестку дня собрания в России на практике сводится к предложениям по изменению устава и (несмотря на указанные выше ограничения) положений об общем собрании акционеров, совете директоров, а также о размере дивидендов.

В ряде других юрисдикций соответствующие полномочия акционеров предоставляют большие возможности. Например, в США, где закон не содержит закрытого перечня вопросов компетенции собрания, акционеры более свободны в этом праве. Вместе с тем, оно ограничено целым рядом условий. Основаниями для отказа акционеру могут стать:

- несоответствие закону как самого предложения, так и запрашиваемых действий компании;
- преследование личного интереса;
- несущественность вопроса с точки зрения бизнеса компании;

---

<sup>138</sup> П. 3 ст. 49 Федерального закона «Об акционерных обществах». При этом на практике при попытке вынесения акционерами вопроса из соответствующего списка на собрание такая коллизия между правом акционеров и необходимостью иметь предложение совета директоров часто разрешается в пользу акционеров. Так, на собраниях иногда рассматриваются предложения акционеров по дополнению положений о совете директоров компании.

<sup>139</sup> П. 4 ст. 42 Федерального закона «Об акционерных обществах». Хотя на практике бывают случаи, когда предложения миноритарных акционеров о выплате дивидендов в определенном размере, отличном от рекомендованного советом директоров, также выносятся на рассмотрение собрания акционеров.

- отсутствие у компании полномочий осуществить предлагаемое;
- вмешательство в обычную хозяйственную деятельность компании и т.д.

Предложения в повестку собрания можно формулировать в различном режиме – как обязательное для компании, как рекомендация или как запрос в адрес совета директоров совершить какое-либо конкретное действие<sup>140</sup>.

Другой пример – Великобритания, где установлены схожие ограничения соответствующего права акционеров, а закон не содержит закрытого перечня вопросов компетенции собрания. Выносимые акционерами вопросы не должны быть недействительными в силу противоречия законодательству, уставу или по иной причине, не должны содержать клевету по отношению к какому-либо лицу и не должны быть легкомысленными или вынесенными с «желанием досадить» компании<sup>141</sup>. Закон позволяет внести в повестку собрания вопрос не только в виде предлагаемого решения собрания, обязательного для исполнения компанией, а также в виде вопроса для обсуждения акционерами. Вторая опция содержит ограничения только в части запрета клеветнического, легкомысленного или «досадного» характера вопроса. В числе прочего, она позволит акционерам высказаться по тем вопросам, которые относятся к компетенции совета директоров и в силу упомянутых выше ограничений не могут выноситься на обсуждение в стандартном формате<sup>142</sup>.

**Таким образом, в российском законодательстве предусмотрены все необходимые условия для наилучшей реализации прав акционеров по выдвижению и избранию кандидата в совет директоров.**

---

<sup>140</sup> См. «Question 9» <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf>

<sup>141</sup> См. секцию 338 UK Companies Act 2006.

<sup>142</sup> См. секцию 338A UK Companies Act 2006.

Однако отечественное регулирование можно и нужно совершенствовать. **Необходимо нормативно либо напрямую предоставить владельцам депозитарных расписок соответствующие корпоративные права, включая право на выдвижение кандидатов в совет директоров (с учетом того, что в российской системе соответствующие права принадлежат конечным владельцам акций, именно такой подход представляется правильным), либо вернуть право банка – депозитария реализовывать соответствующие права по запросу владельцев депозитарных расписок.**

Помимо этого, с учетом мирового опыта регулирования права акционеров на выдвижение кандидатов в совет директоров, а также принимая во внимание высокую концентрацию акционерного капитала в России, **позитивным шагом будет снижение порога этого права до 1 % акций.**

**Крайне важно сократить технические требования к электронной совместной реализации прав акционерами до необходимого и достаточного минимума.** Неоправданно завышенные действующие требования создают препятствия в совместной реализации акционерами соответствующих прав и в этом смысле подрывают достижения российской реформы корпоративных действий. **При электронном совместном выдвижении в совет директоров каждому из совместно действующих акционеров представляется достаточным указывать только данные о себе, о выдвигаемом кандидате и референс-номер совместного выдвижения.**

**В части внесения вопросов в повестку дня собрания возможности акционеров в России относительно скромные.** Это оставляет все вопросы общего и текущего управления компанией строго в руках ее совета директоров и менеджмента,

что представляется оправданным с точки зрения системы и структуры корпоративного управления компании.

### **3. Одобрение и оспаривание сделок с заинтересованностью крупных акционеров и их ответственность**

Рассмотрим возможности акционеров в ситуации, когда лица, имеющие особое влияние на компанию (крупные акционеры или директора компании), начинают его использовать к своей личной выгоде и во вред интересам компании. Недобросовестные сделки с заинтересованностью директоров и их ответственность давно и четко урегулированы законом. С учетом этого, а также с учетом уже отмеченной выше тенденции к концентрации акционерного капитала и проблематики роли совета директоров в системе корпоративного управления компании, гораздо более важным для анализа представляются сделки с заинтересованностью и ответственность крупных акционеров.

Глобальный рейтинг Doing Business, затрагивающий вопросы защиты прав миноритарных акционеров, в том числе в части сделок с заинтересованностью, специального внимания этим вопросам не уделяет. В описании методологии данного рейтинга условный г-н Джеймс является одновременно и контролирующим акционером, и членом совета директоров компании. Поэтому баллы, выставяемые в рейтинге странам по вопросам одобрения сделки с его заинтересованностью и его ответственностью за причиненные этой сделкой убытки, совершенно не дают

представления о том, например, несет ли г-н Джеймс ответственность как контролирующий акционер, или же только как член совета директоров<sup>143</sup>.

Вместе с тем, несколько лет назад в Евросоюзе была инициирована доработка Директивы 2007/36 от 11 июля 2007 года об осуществлении определенных прав акционеров листингованных компаний. Новые предложения касались вопроса сделок с заинтересованностью, и обоснованием их стала именно недостаточность контроля со стороны акционеров за такими сделками, в том числе с заинтересованностью акционеров компании<sup>144</sup>. Текст новых норм ввел понятие заинтересованной стороны со ссылкой на международные стандарты финансовой отчетности, что является весьма прогрессивным шагом. Вместе с тем, в части одобрения новые нормы предоставили выбор – одобрять материальные сделки с заинтересованностью на собрании акционеров или советом директоров<sup>145</sup>. Второй вариант, думается, плохо согласуется с первоначальной задачей по борьбе с недостаточностью контроля за такими сделками со стороны акционеров. В исследованиях отмечается, что многие страны Евросоюза, внедряя обновленную директиву, предпочли скорее сохранить национальное законодательство неизменным, нежели внести соответствующие изменения<sup>146</sup>.

### **3.1. Крупные акционеры, сделки с конфликтом интересов которых подпадают под регулирование**

Дискуссия по данной тематике продолжается во всем мире, но в целом и, как минимум, в отношении Евросоюза, постепенно движется в сторону усиления контроля со стороны акционеров за сделками с заинтересованностью, в том числе с заинтересованностью акционеров. Первый важный вопрос в данном контексте – **как**

---

<sup>143</sup> <https://www.doingbusiness.org/en/methodology/protecting-minority-investors>

<sup>144</sup> См. п.2.3. и 3.3 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52014SC0126>

<sup>145</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32017L0828>

<sup>146</sup> См. абзац второй секции «In Search of Transposition Rationales» и сноску 150 <https://link.springer.com/article/10.1007/s40804-020-00198-5#Fn150>

**национальное регулирование определяет крупных акционеров, сделки с конфликтом интересов которых подпадают под рассматриваемое регулирование.**

Изначально российское корпоративное законодательство регулировало сделки с заинтересованностью акционеров, владеющих 20 % и более акций компании<sup>147</sup>. Но в условиях концентрированного акционерного капитала такой порог казался слишком низким. На практике речь шла либо, собственно, о контролирующем акционере, у которого было более 50 % акций, либо о миноритарном акционере, который «соседствовал» в компании с действительно контролирующим акционером и не оказывал на компанию влияния, позволяющего использовать ее в своих личных интересах. С другой стороны, регулирование строилось через категорию аффилированности, которая не охватывала многие отношения контроля и подконтрольности и поэтому допускала сравнительно легкий обход соответствующих правил<sup>148</sup>. Итогом устранения указанных недостатков регулирования явилась проведенная несколько лет назад реформа, в результате которой были урегулированы сделки с заинтересованностью контролирующих лиц, к которым по умолчанию относятся лица, прямо или косвенно контролирующие более 50 % акций компании<sup>149</sup>. Новый подход является гораздо более прогрессивным, охватывающим все отношения контроля и подконтрольности и, соответственно, все необходимые сделки с конфликтом интересов таких лиц<sup>150</sup>. Для российского рынка переход на такое

---

<sup>147</sup> См. главу XI Федерального закона «Об акционерных обществах» в редакции до 1 января 2017 года

<sup>148</sup> Проблематика использования понятия аффилированности заключается в том, что оно охватывает не все отношения контроля и подконтрольности (при длинных цепочках контроля-подконтрольности аффилированность с контролирующим лицом «разрывается» после пятой подконтрольной компании, а аффилированность между лицами, находящимися под контролем одного и того же лица, «разрывается» после уровня «внучатых» компаний (дочерних компаний дочерних компаний) такого контролирующего лица). Таким образом, если регулирование какой-либо обязанности построено на использовании понятия аффилированности, от ее исполнения легко уклониться, просто используя более сложную структуру группы обязанного лица.

<sup>149</sup> См. главу XI Федерального закона «Об акционерных обществах».

<sup>150</sup> Проблематика обхода норм закона сохранилась, но теперь применяются более сложные схемы, без участия тех лиц, которые формально подконтрольны контролирующему лицу компании. При этом новым регулированием было введено несколько правил, направленных на упрощение совершения

регулирование стал важным шагом, закрывшим явный пробел в корпоративном управлении. Вместе с тем, появляется все больше компаний, в которых отсутствует не только акционер с более чем 50 % акций, но даже акционер, признающий себя контролирующим. В столь редких, но все же встречающихся случаях повышение соответствующего порога с 20 % до 50 % сыграло злую шутку. Акционеры, владеющие пакетом, попадающим в указанную «вилку», чаще всего действительно оказывают на такую компанию то самое влияние, которое требует контроля сделок с их конфликтом интересов. Однако действующие нормы о сделках с заинтересованностью далеко не всегда позволяют прочим акционерам доказать этот факт.

В ряде других юрисдикций правила, регулирующие сделки с заинтересованностью акционеров, устанавливают те самые двадцатипроцентные или даже более низкие пороги. Соответствующее регулирование США касается акционеров с пакетами от 5 % голосов<sup>151</sup>. В правилах премиального листинга Лондонской фондовой биржи – от 10 % голосов<sup>152</sup>, в правилах листинга гонконгской биржи – от 10 % голосов<sup>153</sup>.

Вместе с тем, существуют юрисдикции, в которых сделки с заинтересованностью акционеров и вовсе никак не регулируются. В Великобритании и

---

сделок. Речь идет о ситуациях, когда можно быть уверенным в том, что сделки совершаются на рыночных условиях. Ради комфорта бизнеса эти правила сформулированы достаточно гибко и допускают определенное усмотрение. Как ни печально, тут же нашлись лица, использующие эту гибкость ровно с целью избежать одобрения откровенных сделок с заинтересованностью. Например, оба равных «по размеру» партнера в SPV, контролирующем акционерное общество, совершают сделки с таким обществом, и сделки общества с одним из партнеров не считаются сделками с заинтересованностью, потому что контролирующим лицом общества считается другой партнер, а сделки с таким партнером – контролирующим лицом общества считаются не требующими одобрения со ссылкой на сделки общества с первым партнером и на пп. 1 п. 2 ст. 81 Федерального закона «Об акционерных обществах». Что, конечно, не красит российское корпоративное управление.

<sup>151</sup><https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1437517/000101054917000418/ex142.htm#:~:text=%22Related%20Party%22%20means%20any%20person,of%20the%20Company%2C%20any%20shareholder>

<sup>152</sup> См. п. 11.1.4.R и 11.1.4AR <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>

<sup>153</sup> См. п. 14A.07(1), определение «substantial shareholder» на с. 1-15, секцию «What are connected transactions» на с. 14A-16 – 14A-19 [https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net\\_file\\_store/consol\\_mb.pdf](https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/consol_mb.pdf)

Гонконге закон не устанавливает по умолчанию соответствующих правил (кроме указанных выше требований для компаний с листингом). В качестве других примеров можно привести Нидерланды, Бельгию<sup>154</sup> и Кипр.

### **3.2. Кто может одобрить сделку с заинтересованностью крупного акционера**

Все соответствующие требования можно упрощенно разделить на одобрение советом директоров и, в зависимости от материального порога сделки, общим собранием через голоса незаинтересованных акционеров.

Россия относится ко второй группе<sup>155</sup>, что полностью соответствует принципу active ownership и открывает возможность для миноритарных акционеров принять непосредственное участие в разрешении конфликта между личными интересами контролирующего акционера и интересами компании в целом.

В России не требуется обязательного предварительного согласия на совершение сделки. Ее можно сначала совершить и потом одобрить, либо вовсе не одобрять. В последнем случае закон считает такую сделку неодобренной и устанавливает определенные правовые последствия ее статуса, о чем будет сказано далее. Данный подход вызывает критику со стороны Всемирного банка, который полагает, что соответствующее регулирование должно требовать обязательное предварительное согласие на сделку до ее совершения<sup>156</sup>. Это закреплено, например, в упомянутых

---

<sup>154</sup> См. секции «summary» применительно к Нидерландам, Бельгии и Великобритании на с. 26, 37 и 52 <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=147515>

<sup>155</sup> Сделки с заинтересованностью контролирующего акционера на сумму от 10 % балансовой стоимости активов требуют одобрения общего собрания акционеров большинством голосов незаинтересованных акционеров, принявших участие в собрании – п. 4 ст. 83 Федерального закона «Об акционерных обществах». Здесь и далее будут иметься в виду именно такие сделки.

<sup>156</sup> В силу этого России присвоен балл по вопросу одобрения сделок с заинтересованностью, исходя из того, что для совершения сделки достаточно «одобрения CEO» (0 баллов) <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/r/russia/RUS.pdf>. Думается, это некорректная оценка российского регулирования.



выше правилах премиального листинга Великобритании<sup>157</sup> и правилах листинга Гонконга<sup>158</sup>.

С точки зрения active ownership, обязательное предварительное одобрение действительно выглядит предпочтительнее, так как оно обеспечивает вынесение всех соответствующих сделок на предварительное рассмотрение акционеров. Вместе с тем, мало какие крупные публичные компании на практике позволяют себе совершить сделку с заинтересованностью без одобрения и не выносить ее на рассмотрение акционеров в течение разумных сроков, неся риски, связанные со статусом неодобренной сделки. Такие сделки все равно выносятся на рассмотрение акционеров. При этом регулирование с обязательным предварительным одобрением не может остановить компанию от совершения сделки без одобрения. В результате возникает тот же самый правовой эффект – сделка совершена без одобрения, и компания несет риски, связанные с ее статусом неодобренной сделки. Таким образом, российский вариант регулирования, не требующий обязательного предварительного одобрения, по существу не сильно отличается от «классического» регулирования с обязательным предварительным одобрением.

Существует большое количество юрисдикций, в которых рассмотрение сделок с заинтересованностью отнесено к компетенции совета директоров. Среди них Австрия, Дания, Германия, Япония, Казахстан и другие страны. Интересно, что в Южной Корее соответствующие полномочия имеются у советов директоров только публичных компаний с балансовой стоимостью активов более чем примерно 1.7 млн. долларов США<sup>159</sup>.

---

<sup>157</sup> См. п. 11.1.7.R(3) <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>

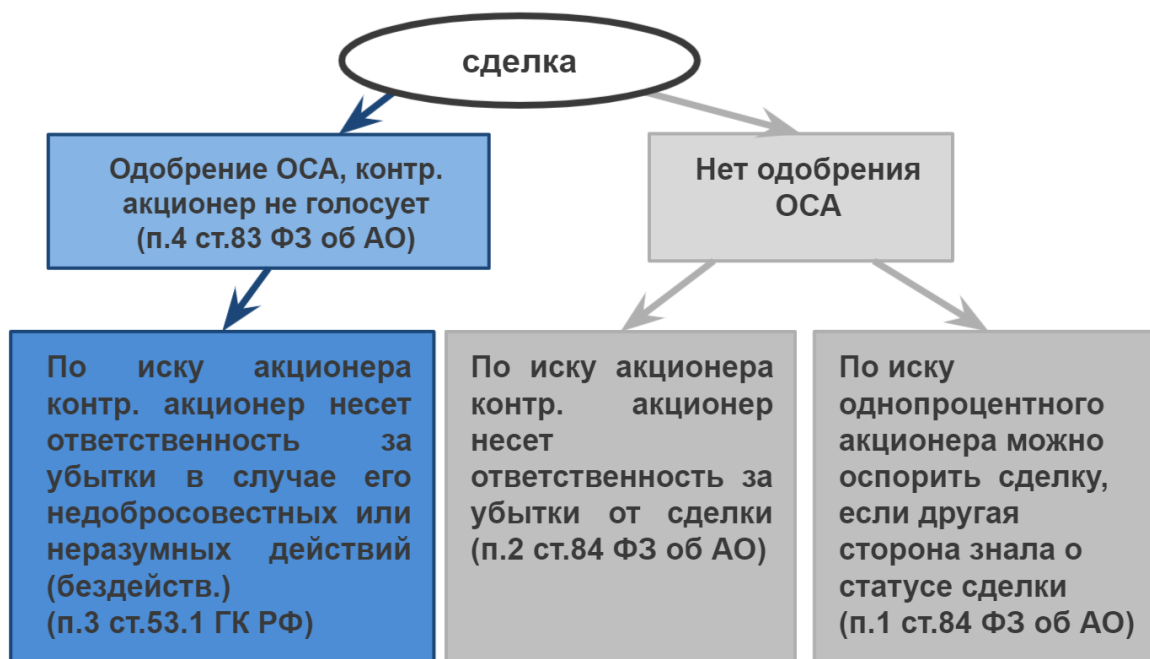
<sup>158</sup> См. п. 14A.37 [https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net\\_file\\_store/consol\\_mb.pdf](https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/consol_mb.pdf)

<sup>159</sup> См. таблицу 3.8. OECD Corporate Governance Factbook 2021. В части Казахстана – см. п. 1 и 2 ст. 73 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах».

### 3.3. Инструменты защиты интересов акционеров при совершении без одобрения сделки с заинтересованностью контролирующего акционера

Российское законодательство предусматривает полноценный набор средств защиты интересов акционеров на случай совершения сделки как с одобрением собрания, так и без одобрения (см. рис. 1). По сути, инструменты понуждения к исполнению норм о сделках с заинтересованностью находятся в руках самих акционеров, и они могут полноценно использовать их на практике. Установленные законом пороги владения акциями, необходимыми для предъявления соответствующих исков, делают эти инструменты доступными портфельным инвесторам.

Рис. 1. Защита прав акционеров в России в случае совершения убыточной сделки на 10 % балансовой стоимости активов с заинтересованностью контролирующего акционера



Определение соответствующих порогов владения является важным элементом регулирования active ownership, поскольку их завышение делает соответствующие правовые механизмы формально существующими, но, по сути, не доступными

миноритарным акционерам<sup>160</sup>. В США и Великобритании не установлены минимальные пороги владения акциями для предъявления исков в интересах компании. Суды в каждом случае рассматривают вопрос допустимости соответствующего иска, поданного акционером, в том числе с учетом количества принадлежащих ему акций<sup>161</sup>.

Примечательный кейс относительно возможности акционеров требовать исполнения данных норм представляют собой правила одобрения сделок с заинтересованностью акционера в Великобритании. Как было указано выше, они предусмотрены правилами листинга. И если компания, принимая на себя правила листинга, не перенесла их в устав, а просто следует соответствующим требованиям (частая практика<sup>162</sup>), то у акционеров, по сути, нет никаких инструментов, чтобы заставить компанию выполнять соответствующие процедуры или привлечь кого-либо к ответственности в случае их нарушения. В качестве инструментов для реагирования им доступны только обращения к соответствующим бирже и регулятору, которые в ответ могут только понизить уровень листинга компании или осуществить ее полный делистинг. Оба варианта наносят удар ровно по тем же самым пострадавшим акционерам. В случае понижения листинга соответствующие правила одобрения сделок вовсе перестают работать, а при делистинге еще и пропадает ликвидность

---

<sup>160</sup> Например, в Казахстане иск об оспаривании сделки с заинтересованностью доступен только акционерам с 5 % акций, что, с учетом концентрированного капитала и размера free-float, практически гарантирует невозможность реализации этого права портфельными инвесторами – см. абзац второй п. 1 ст. 74 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах». В этом контексте интересно, что методология компоненты Protecting Minority Investors рейтинга Doing Business присуждает балл за наличие права на иск у акционеров с 10 % или менее акций. Как уже отмечалось выше, 10 % в случае крупной публичной компании в любой стране – запретительный порог в части возможности реализации соответствующего права миноритарными акционерами.

<sup>161</sup> В части Великобритании см., например, Derivative claims by Matthew Morrison, Serle Court, раздел «Who may bring a derivative claim».

<sup>162</sup> Например, в уставах британских компаний BP P.L.C. <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-memorandum-and-articles-of-association-2018.pdf> и Petropavlovsk Plc., имеющих премиальный листинг, соответствующие правила листинга не перенесены <https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2020/07/2020-06-30-Petropavlovsk-Plc-Articles-of-Association-2.pdf>

принадлежащих акционерам ценных бумаг. Получается, что строгие правила одобрения сделок с конфликтом интересов акционеров, на которые полагаются международные инвесторы, инвестируя в акции компаний, имеющих премиальный листинг в Великобритании, если они не перенесены в устав, оказываются ничем не подкрепленной декларацией о намерениях без инструмента понуждения к их исполнению в руках акционеров<sup>163</sup>. И российское законодательство, имеющее по компоненте ответственности при совершении сделки с конфликтом интересов рейтинга Doing Business оценку «2»<sup>164</sup>, делает больше для защиты интересов компании и ее миноритарных акционеров в случае совершения убыточной сделки с заинтересованностью контролирующего акционера, чем законодательство Великобритании с оценкой «7»<sup>165</sup>.

**Таким образом, российское законодательство в достаточной степени способствует участию миноритарных акционеров в контроле за значимыми сделками с заинтересованностью контролирующего акционера, предоставляя им полный набор соответствующих инструментов – начиная от участия в одобрении сделок и заканчивая оспариванием неодобренных сделок и исками к заинтересованному в неодобренных сделках лицу о возмещении компании причинных убытков.**

---

<sup>163</sup> Правила листинга гонконгской биржи также по умолчанию не содержат требований о включении в устав листингованных компаний положений о соблюдении требований листинга о сделках с заинтересованностью акционеров (см. приложение 3 к правилам листинга <https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/articles-association-0>). Вместе с тем, в некоторых случаях биржа может предъявлять требования по дополнению устава определенными нормами о сделках с заинтересованностью. См., например, п. 5.17 Country Guide on Russia ([https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listing-of-Overseas-Companies/A-List-of-Acceptable-Overseas-Jurisdictions/cg\\_russia.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listing-of-Overseas-Companies/A-List-of-Acceptable-Overseas-Jurisdictions/cg_russia.pdf?la=en)). Так, устав Русала, акции которого торгуются на гонконгской бирже, содержит ряд положений о сделках с заинтересованностью, отсылающих к правилам листинга гонконгской биржи (в частности, см. п. 12.1.24 и п. 23.1.23 устава [https://rusal.ru/investors/info/docs/UchDokum\\_b1ed8491d6d14b6d8f1e5193915b9d63.pdf](https://rusal.ru/investors/info/docs/UchDokum_b1ed8491d6d14b6d8f1e5193915b9d63.pdf)).

<sup>164</sup> См. стр. 65 <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/r/russia/RUS.pdf>

<sup>165</sup> См. стр. 39 <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/u/united-kingdom/GBR.pdf>

С учетом мирового опыта регулирования одобрения подобных сделок, а также значимости соответствующего конфликта интересов, **будет правильно вернуться к требованию об обязательном предварительном одобрении значимых сделок с заинтересованностью контролирующего акционера** (кроме сделок внутри группы компании, заинтересованность контролирующего акционера в которых возникает в некотором смысле формально<sup>166</sup>).

Проблемой на практике становится контроль за сделками с заинтересованностью акционеров в компаниях, в которых отсутствует акционер с пакетом акций в более чем 50 %. В таких случаях сделки компании с акционерами с меньшими пакетами часто не считаются сделками с заинтересованностью. Даже если влияние этих акционеров на компанию таково, что их сделки с компанией представляют собой тот самый конфликт интересов, требующий контроля. С учетом этого, представляется позитивным шагом в отношении компаний, в которых нет акционера с более чем 50 % акций, **вернуться к нормам о контроле сделок двадцатипроцентных акционеров или вовсе задуматься о снижении порога до 10 %**.

#### **4. Инвесторы – активные собственники: от теории к практике**

Итак, российское законодательство наилучшим образом способствует реализации принципа active ownership через голосование на общем собрании акционеров. Рассмотрим, как это выражается на практике в виде участия

---

<sup>166</sup> Необходимость контроля за такими сделками как за сделками с заинтересованностью все равно остается. Поскольку, например, при переводе актива из компании в подконтрольные ей организации возможность миноритарных акционеров следить и влиять на судьбу этого актива существенно уменьшается. В то время как у контролирующего акционера – через контроль над менеджментом компании – сохраняется.

миноритарных акционеров в собраниях, особенно с учетом традиционно низкого процента голосования free-float.

Согласно материалам ОЭСР, на конец 2020 года в российских компаниях трем крупнейшим акционерам принадлежало в среднем чуть менее 80 % акций компании, а двадцати крупнейшим – чуть более 80 %<sup>167</sup>. Данные крупнейшего регистратора России «НРК-Р.О.С.Т.» за 2020 год показывают средний кворум собрания акционеров по 158 эмитентам и 249 собраниям в размере 87 %. Если отталкиваться от усредненных данных, то в России в среднем в собраниях акционеров участвует чуть менее половины free-float. Уместно сравнить эти показатели с иными странами.

Так, в тех же исследованиях ОЭСР применительно к Норвегии, доля трех крупнейших акционеров – порядка 50 %, двадцати – примерно 65 %, средний кворум собраний – 59 %<sup>168</sup>. Российский free-float на этом фоне выглядит вполне активно. Данные по участию в собраниях мелких акционеров в ряде стран Европы за 2010 – 2014 года показывают их следующую среднюю явку в процентах от free-float: Бельгия – 21.3 %, Австрия – 30.8%, Германия – 43.1 %, Нидерланды – 44.6 %, Ирландия – 46.5 %, Франция – 59 %, Великобритания – 62 %. В материалах отмечается тренд на увеличение явки<sup>169</sup>. На этом фоне российский free-float с точки зрения активности голосования на собраниях акционеров выглядит «крепким середнячком».

Данные «НРК-Р.О.С.Т.» показывают постепенный рост среднего кворума собрания акционеров в течение 2016 – 2020 годов с 84.4 % до 87 %. При допущении неизменных доли контролирующего акционера и размера free-float, это может

---

<sup>167</sup> См. диаграмму 8 на с. 18 публикации ОЭСР Owners of the World's Listed Companies (De La Cruz, Medina and Tang, 2019) <https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>, а также см. диаграмму 1.9 на с. 26 исследования OECD Corporate Governance Factbook 2021 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>

<sup>168</sup> См. The Effect of Shareholder Turnout on Voting Rights and Separation, Øyvind Bøhren - с. 1 [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3557550\\_code251578.pdf?abstractid=3555404&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3557550_code251578.pdf?abstractid=3555404&mirid=1)

<sup>169</sup> См. The AGM in Europe, Theory and Practice of Shareholder Behavior, Anne Lafarre, с. 113-115.

свидетельствовать об аналогичном тренде на увеличение явки мелких акционеров. Так, данные Центра раскрытия корпоративной информации Интерфакса показывают рост участия розничных инвесторов в собраниях акционеров в сезоне собраний 2020 года<sup>170</sup>.

В рамках последних опросов подавляющее большинство портфельных инвесторов отвечают, что они либо сами голосуют на собраниях акционеров (43 %), либо поручают это своим инвестиционным менеджерам (46 %). Вовсе не голосующие инвесторы остались в незначительном меньшинстве (8 – 12 %)<sup>171</sup>.

Выше в настоящей главе также было указано, что российское законодательство наилучшим образом среди практически всех популярных у инвесторов юрисдикций способствует реализации прав акционеров на выдвижение и избрание кандидата в совет директоров. Однако в части внесения вопросов в повестку дня собрания акционеров в других странах предоставляются гораздо более широкие возможности. Очевидно, что такая разница нашла отражение в практике реализации инвесторами принципа active ownership.

Так, при избрании советов директоров зарубежных компаний чаще всего предлагается число кандидатов равное количеству мест в совете директоров, и, соответственно, именно они и избираются. ISS по США за период 2009 – 2020 годов отмечает от 43 до 18 proxy contest<sup>172</sup> в год с тенденцией на снижение, начиная с 2015 года<sup>173</sup>

---

<sup>170</sup> С. 24-25 выпуска 58 Вестника Центра раскрытия корпоративной информации Интерфакса за декабрь 2020 года <https://www.e-disclosure.ru/PortalContent/InfoMaterial/523>

<sup>171</sup> См. с. 4 ISS Governance 2020 Asset Owner Stewardship Survey <https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS-2020-Asset-Owner-Stewardship-Survey.pdf>

<sup>172</sup> Proxy contest – попытка акционера или группы акционеров компании убедить других акционеров отдать свои голоса для достижения в ходе корпоративного голосования определенного результата, отличного от рекомендованного советом директоров компании.

<sup>173</sup> См. с. 21 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021 <https://www.issgovernance.com/file/publications/top-governance-stewardship-issues-2021.pdf>

Proxy contest реализуются, в частности, в виде выдвижения «дополнительных» кандидатов. Например, в результате предложения фондом Engine №1 в 2021 году нескольких альтернативных директоров в совет ExxonMobil, и несмотря на активное сопротивление компании<sup>174</sup>, в совет директоров, состоящий из 12 членов, было избрано три таких альтернативных кандидата<sup>175</sup>. Отмечается, что ExxonMobil стала крупнейшей целью proxy contest в энергетическом секторе<sup>176 177</sup>.

Вместе с тем, когда крупнейшие акционеры держат пакет акций, который дает им контроль только на собрании акционеров с относительно небольшой явкой акционеров, и когда, соответственно, выдвинувшие альтернативных кандидатов миноритарии имеют шанс созвать на собрание акционеров большое количество прочих миноритариев и «переголосовать» крупнейших акционеров (а равно в иных схожих ситуациях), встречаются и control fights. Этот термин определяет ситуацию, при которой выдвигается целый альтернативный слот кандидатов, за него активно собираются голоса и по итогам собрания меняется большинство членов совета директоров. В качестве примера можно привести избрание большинства членов совета директоров Applied Technologies в США в 2020 году из кандидатов, предложенных хедж-фондом Starboard<sup>178</sup>. Впрочем, на практике случаи успешных для акционеров - инициаторов control fights редки<sup>179</sup>.

---

<sup>174</sup> [https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/investor-relations/annual-meeting-materials/proxy-materials/ExxonMobil-3\\_16\\_21-Shareholder-Letter.pdf](https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/investor-relations/annual-meeting-materials/proxy-materials/ExxonMobil-3_16_21-Shareholder-Letter.pdf)

<sup>175</sup> <https://www.businesswire.com/news/home/20210602006013/en/ExxonMobil-Updates-Preliminary-Results-on-Election-of-Directors>; <https://corporate.exxonmobil.com/About-us/Who-we-are/Corporate-governance/ExxonMobil-board-of-directors#ExxonMobilCorporationBoardofDirectors>

<sup>176</sup> См. с. 21 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021 <https://www.issgovernance.com/file/publications/top-governance-stewardship-issues-2021.pdf>

<sup>177</sup> Полный перечень proxy contest в США в 2020 году с результатами можно посмотреть на с. 6 ISS Special Situations Research 2020 US Activism Review / 2021 Preview <https://www.issgovernance.com/file/publications/iss-2020-us-activism-review.pdf>

<sup>178</sup> См. с. 21 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021.

<sup>179</sup> Так, в работе ISS Special Situations Research 2020 US Mid-Year Activism Review в США отмечается два таких случая в 2019 году и 4 случая за первое полугодие 2020 года – с. 1 <https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS-2020-US-Mid-Year-Activism-Review.pdf>. Полный



С точки зрения проху contest активности акционеров в Европе первое место занимает Великобритания. В 2019 – 2020 годах там имело место 13 и 11 проху contest соответственно. Во Франции – 5 и 3, в Германии, Швейцарии и Австрии – 7 и 6, в Испании – 0 и 3. Всего ISS отмечает по Европе в течение 2010 – 2020 годов от 16 до 26 проху contest в год<sup>180</sup>.

В российских публичных компаниях, скорее, наоборот – для избрания часто предлагается полный слот кандидатов, выдвинутых контролирующим акционером<sup>181</sup>, и один или несколько кандидатов от миноритарных акционеров. Миноритарные акционеры имеют реальную возможность избрать таких кандидатов собственными голосами. Ассоциация профессиональных инвесторов (АПИ), которая занимается в том числе объединением голосов портфельных инвесторов для выдвижения и избрания независимых директоров в советы российских компаний, на своем сайте отчитывается об избрании почти 500 директоров за примерно 15 лет<sup>182</sup>. Случаи безальтернативного слота, безусловно, встречаются и в российских компаниях. Если такой список не включает кандидатов, предложенных миноритариями или явно поддерживаемых широким кругом портфельных инвесторов, то такая ситуация воспринимается миноритарными акционерами как негативный кейс корпоративного управления.

И, наоборот, предложения миноритарных акционеров в повестку российских собраний акционеров редки. Представители АПИ отмечают, что организованных с их участием подобных предложений было всего порядка 50-60 за тот же период.

---

перечень control fights в США в 2020 году с результатами можно посмотреть на с. 6 ISS Special Situations Research 2020 US Activism Review / 2021 Preview <https://www.issgovernance.com/file/publications/iss-2020-us-activism-review.pdf>

<sup>180</sup> См. с. 22 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021.

<sup>181</sup> Относительно недавние изменения закона предоставили право предлагать кандидатов и самому совету директоров (см. абзац второй п. 7 ст. 53 Федерального закона «Об акционерных обществах»).

<sup>182</sup> <http://api-russia.org/ru/>

Но в тех зарубежных юрисдикциях, в которых закон не содержит закрытого перечня вопросов компетенции собрания и предоставляет акционерам такое право, они пользуются популярностью. Выше был приведен пример США, где соответствующее право есть, хотя и с некоторыми ограничениями. Предложения акционеров в повестку собрания в США распространены даже больше, чем в Европе<sup>183 184</sup>. В последнее время этот инструмент активно используется акционерами для привлечения внимания к климатическим вопросам (Say on Climate). Подобные предложения часто дополняются рядом опциональных или конкретных климатических запросов, как, например, уменьшение выбросов парниковых газов<sup>185</sup>. По данным ISS в 2016 – 2020 годах помимо Say on Climate акционеров активно интересовали темы раскрытия климатических целей, анализа климатических рисков, планов перехода к низкоуглеродной повестке<sup>186</sup>. В последние годы в США акционерами вносится довольно много предложений соответствующей направленности, что отражает рост популярности тематики ESG. В период 2008 – 2017 годов выносилось от 356 до 485 подобных предложений ежегодно с тенденцией к росту начиная с 2011 года<sup>187</sup>. Отмечается, что количество предложений в сфере экологии постепенно начинает превышать число традиционных инициатив акционеров, относящихся к сфере корпоративного управления<sup>188</sup>.

---

<sup>183</sup> См. Small Shareholder Participation in European AGMs, Anne Lafarre – с. 4 [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3249428\\_code1859864.pdf?abstractid=3249428&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3249428_code1859864.pdf?abstractid=3249428&mirid=1)

<sup>184</sup> См. с. 46 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

<sup>185</sup> <https://www.glasslewis.com/say-on-climate-votes-glass-lewis-overview/>; <https://www.follow-this.org/61-of-chevron-shareholders-support-follow-this-climate-resolution/>

<sup>186</sup> См. с. 16-17 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021 <https://www.issgovernance.com/file/publications/top-governance-stewardship-issues-2021.pdf>

<sup>187</sup> См. с. 46 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

<sup>188</sup> См. с. 15 ISS ESG Responsible Investment Agenda 2020: A Workplan for Australian and New Zealand Investors <https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS-ESG-Responsible-Investment-Agenda-2020.pdf>

Схожим образом обстоит ситуация в Великобритании. Акционеры пользуются правом внесения в повестку дня собрания как обязательных для компании вопросов<sup>189</sup>, так и «вопросов для обсуждения»<sup>190</sup>. Климатической повестке также уделяется повышенное внимание. Так, в 2015 году коалиция инвесторов «Aiming for A» вынесла на повестку собрания акционеров BP вопрос увеличения объемов раскрытия информации о корпоративной климатической стратегии, который был поддержан менеджментом и получил 99 % голосов акционеров на собрании<sup>191</sup>. Вместе с тем, в Великобритании подобная активность остается не частым явлением<sup>192</sup>.

В странах Северной Европы акционеры соответствующим правом тоже в целом пользуются<sup>193</sup>, но предложения акционеров в повестку собрания там также относительно редки<sup>194</sup>.

Таким образом, приведенные примеры регулирования позволяют акционерам активно участвовать во многих аспектах деятельности компании. С точки зрения active ownership это, безусловно, позитивный фактор. Вместе с тем, высказываются опасения, что использование такого рода инструментов в некоторых ситуациях может слишком

---

<sup>189</sup> Например, на внеочередное собрание акционеров компании Petropavlovsk Plc. 10 августа 2020 года был вынесен вопрос о проведении форензик-расследования в отношении сделок с заинтересованностью прежнего и действующего руководства компании – см. стр. 23 <https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2020/07/Circular-and-Notice-of-Meeting-Final.pdf>. Решение было принято и компания инициировала расследование <https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2021/06/210624-KPMG-Interim-Report.pdf>

<sup>190</sup> Так, в той же компании Petropavlovsk Plc. на годовое общее собрание акционеров был вынесен вопрос о дивидендной политике компании – см. с. 6 (в нумерации документа) [https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2020/06/PETRO\\_NoM\\_2020-02\\_06\\_20\\_FINAL.pdf](https://petropavlovskplc.com/wp-content/uploads/2020/06/PETRO_NoM_2020-02_06_20_FINAL.pdf). Считается, что данный вопрос относится к исключительной компетенции совета директоров и, соответственно, акционерами он мог быть вынесен на собрание только в таком режиме.

<sup>191</sup> См. с. 9 <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2019/02/ShareholderResolutionGuide-UK.pdf>

<sup>192</sup> <https://www.issgovernance.com/rare-u-k-shareholder-proposal-receives-rarer-company-support/>

<sup>193</sup> См. предложения акционеров Equinor в повестку собрания и ответ на них совета директоров <https://www.equinor.com/content/dam/statoil/documents/annual-general-meeting/english/2021/equinor-shareholder-proposals-and-board-response-to-equinors-agm--2021.pdf>

<sup>194</sup> <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/06/shareholder-proposals-shaking-up-shareholder-say/>

сильно смещать вопрос ответственности за управление компанией от совета директоров в пользу акционеров<sup>195</sup>.

Еще один аспект деятельности активных инвесторов, который необходимо упомянуть – это конструктивное, проактивное и реактивное взаимодействие с компаниями, в которые они инвестируют, по экологическим и социальным вопросам, а также по вопросам корпоративного управления (т.н. engagements). Такое взаимодействие практически не регулируется законом, если не учитывать нормы про обращение с инсайдерской информацией и иных подобных правил. Но оно рекомендовано всеми stewardship кодексами, адресованными инвесторам, а также является составляющей одного из принципов UNPRI<sup>196</sup>. Большинство портфельных инвесторов в рамках соответствующих опросов отвечают, что они сами, либо их инвестиционные управляющие, либо они вместе осуществляют подобное взаимодействие (79 %). Вовсе не осуществляющие такой деятельности инвесторы остались в меньшинстве, при этом их все же больше, чем никогда не голосующих инвесторов<sup>197</sup>.

В контексте рассмотренных выше инструментов взаимодействие инвесторов с компаниями крайне важно, так как зачастую именно с него начинается обсуждение какого-либо вопроса, который, в случае отсутствия прогресса, эскалируется инвесторами через «протестное» голосование, внесение вопросов в повестку собрания

---

<sup>195</sup> См., например, последний абзац на стр. 3 и первый абзац на стр. 4 <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin-aena-oct-2020.pdf>, а также <https://www.nbim.no/en/publications/asset-manager-perspectives/2020/asset-manager-perspective-shareholder-proposals-on-sustainability/>

<sup>196</sup> См. в описании второго принципа <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

<sup>197</sup> См. с. 3 ISS Governance 2020 Asset Owner Stewardship Survey <https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS-2020-Asset-Owner-Stewardship-Survey.pdf>

или предложения по избранию других директоров<sup>198</sup>. В этом контексте интенсивность вынесения инвесторами на рассмотрение собраний акционеров вопросов с некоторой условностью можно считать косвенным свидетельством уровня их engagements.

На практике подобное взаимодействие осуществляется чаще, чем внесение вопросов в повестку собрания или предложение кандидатов в совет директоров: только одна компания BlackRock<sup>199</sup> сообщила о 3000 случаях взаимодействия с 2000 компаний за период с 1 июля 2019 года по 30 июня 2020 года<sup>200</sup>. Круг охватываемых такими контактами вопросов весьма широк и может касаться вопросов управления компанией и ее стратегии. Например, группа инвесторов Danone, неудовлетворенная результатами деятельности компании в 2021 году<sup>201</sup>, потребовала от совета директоров либо разделить роли председателя совета директоров и CEO, либо вовсе уволить последнего<sup>202</sup>. В 2020 году хедж-фонд Third Point предложил компании Intel изучить альтернативные пути ее дальнейшей стратегии<sup>203</sup>. Но чаще взаимодействия остаются непубличными и носят более «рутинный» характер, не предполагающий значительных последствий для компании.

Наконец, engagements инвесторов важны еще и потому, что ответная реакция компаний, их умение и желание налаживать необходимое общение с инвесторами, а также роль советов директоров в этом процессе являются важнейшими показателями уровня корпоративного управления.

---

<sup>198</sup> См. с. 37 доклада UNPRI «A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity» <https://www.unpri.org/download?ac=4151>

<sup>199</sup> Крупнейшая инвестиционная компания мира по размеру активов под управлением (9 трлн. долл. США) <https://ru.wikipedia.org/wiki/BlackRock>

<sup>200</sup> См. с. 4 <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-2021-stewardship-expectations.pdf>

<sup>201</sup> Ирония ситуации заключается в том, что показатели ухудшились после отказа компании от прежней стратегии и внедрения новой, ключевой темой которой является устойчивое развитие.

<sup>202</sup> См. с. 22 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021 <https://www.issgovernance.com/file/publications/top-governance-stewardship-issues-2021.pdf>, а также, например, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-11/another-danone-investor-joins-calls-for-change-accountability>

<sup>203</sup> См. с. 21 доклада ISS Governance Insights Top Governance & Stewardship Issues in 2021, а также, например, <https://www.reuters.com/article/uk-intel-thirdpoint-exclusive-idUKKBN2931PW>

Итак, в России уровень активности голосования миноритарных акционеров на собраниях по сравнению с иными популярными у инвесторов юрисдикциями средний, с тенденцией к небольшому росту в последние годы. Такой рост обусловлен упрощением процесса голосования в результате реформы корпоративных действий, а также продвижением концепции active ownership, обязывающей инвесторов голосовать.

В части вынесения вопросов на собрания акционеров в России инвесторы в основном осуществляют выдвижение и избрание кандидатов в советы директоров. В то же время, в иных популярных юрисдикциях, в первую очередь в США, выдвижения кандидатов в совет директоров встречаются относительно редко на фоне большого количества предложений различных вопросов в повестку собрания, которые все чаще имеют экологическую тематику.

Разница подходов обусловлена в первую очередь иным регулированием возможностей акционеров по внесению вопросов в повестку собрания и правил избрания советов директоров. С точки зрения корпоративного управления в части разделения полномочий между акционерами и советом директоров компании, ответственности последнего за работу компании и стабильности общего и текущего управления – российский вариант регулирования и обусловленная им активность акционеров, представляются более предпочтительным.

По уровню активности, инвесторы в России сильно отстают от соответствующих практик в США, но при этом выглядят относительно активно на фоне инвесторов в европейских странах.

Наконец, engagements стали достаточно популярными в качестве инструмента активного инвестора во всем мире. С точки зрения их практического применения

ситуация идентична описанной выше – в лидерах инвесторы в США, а в Россия они в целом более активны, чем в Европы.

\* \* \*

Российское регулирование предоставляет инвесторам для реализации их прав акционеров достаточно комфортные условия и инструменты, а во многих аспектах – лучшие в мире. Это создает фундаментальную основу для того, чтобы инвесторы российских компаний были активными собственниками, реализовывали принцип active ownership на самом высоком уровне.

Динамичное применение инструментов active ownership инвесторами повышает уровень корпоративного управления и инвестиционной привлекательности как отдельных компаний, так и российской юрисдикции в целом. Хочется надеяться, что эти инструменты будут востребованы все большим количеством инвесторов.

Вместе с тем, в ряде аспектов регулирование требует совершенствования, которое необходимо осуществить в кратчайшие сроки.

Улучшение законодателем правил, а компаниями - практик корпоративного управления дает инвесторам четкий сигнал – «вы здесь нужны!», и, в совокупности с работой активных инвесторов, запускает столь необходимый virtuous cycle инвестиционной привлекательности и экономического роста.