

На правах рукописи

**Радченко Татьяна Алексеевна**

**АКЦИОНЕРНЫЕ СОГЛАШЕНИЯ В ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ  
СТРУКТУРЕ ФИРМЫ**

08.00.01 ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

(область исследования – новая институциональная теория)

**АВТОРЕФЕРАТ  
ДИССЕРТАЦИИ НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ  
КАНДИДАТА ЭКОНОМИЧЕСКИХ НАУК**

МОСКВА - 2010

Работа выполнена на кафедре прикладной институциональной экономики экономического факультета Московского Государственного Университета им. М.В. Ломоносова.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Шаститко Андрей Евгеньевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Рудакова Искра Евсеевна

кандидат экономических наук  
Кокорев Ростислав Александрович

Ведущая организация: Государственный Университет - Высшая школа  
экономики

Защита состоится «27» октября 2010 г. в \_\_\_ час. \_\_ мин. в ауд. \_\_\_\_ на заседании диссертационного совета Д 501.001.23 в Московском Государственном Университете им. М.В. Ломоносова по адресу: 119991, г.Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д.1, строение 46, здание экономического факультета Московского государственного университета имени М.В.Ломоносова, 3-й новый учебный корпус, Экономический факультет.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеке 2-ого учебного корпуса МГУ им. М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан «   » \_\_\_\_\_ 2010 г.

Учёный секретарь  
диссертационного совета Д 501.001.23  
к.э.н., доцент

Л.В. Рой

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В условиях современного финансово-экономического кризиса в России, как и во многих развитых странах, началось снижение темпов экономического роста. Немаловажную роль в этом сыграли банкротства крупных финансовых компаний. Отсутствие эффективных систем управления рисками и наличие агентской проблемы поставили под удар не только деятельность отдельных компаний, но и экономики стран в целом. В этой связи становится особенно важным выстраивание системы стимулов для субъектов экономической деятельности, а также для экономических агентов внутри компаний (фирм) посредством формирования эффективных правил институциональной среды. Необходимым условием развития экономики не только в период кризиса, но в период роста, является возможность повышения эффективности функционирования хозяйствующих субъектов, которое, практически, невозможно без повышения эффективности механизмов управления внутрифирменными транзакциями. А в условиях мирового кризиса возможности снижения издержек функционирования компании, в том числе за счет настройки стимулов и выбора наиболее эффективного способа организации фирмы и ее институциональной структуры, становятся особенно важными. В этой связи следует отметить появления в практике отечественных компаний и в российском законодательстве такого инструмента корпоративного управления как акционерное соглашение. Акционерное соглашение представляет собой договор, определяющий порядок действий и обязательства сторон в процессе управления компанией путем согласования их воли и интересов. Подобные соглашения могут создаваться в дополнение к уставу компании с целью оформления договоренностей между заинтересованными сторонами (стейкхолдерами) посредством согласования их интересов и выстраивания мотивационных схем в рамках отдельных транзакций.

Важнейшей задачей настоящего этапа развития институциональной среды в России в сфере регулирования контрактных отношений внутри фирмы (внутрифирменных транзакций) является повышение конкурентоспособности российских активов и привлекательности бизнес-среды для инвесторов - как иностранных, так и российских,- что приобретает особую актуальность в период финансово-экономического кризиса и в посткризисный период. Законодательное закрепление акционерных соглашений позволило несколько снизить излишнюю зарегулированность отношений между владельцами ценных бумаг российских компаний и более гибко урегулировать ряд вопросов в сфере управления компаниями.

До законодательного закрепления института акционерного соглашения данный инструмент применялся некоторыми отечественными компаниями на практике. Участники соглашений, руководствуясь международной практикой их применения, договаривались о способе голосования по тем или иным вопросам, устанавливали иные порядки собрания акционеров (отличные от устава компаний), фиксировали преимущественные права тех или иных лиц, устанавливали особый статус различных участ-

ников инвестиционного проекта, выбирали удобное для них применяемое право, оговаривали способ участия миноритарных акционеров в управлении компанией, а также договаривались об урегулировании многих других вопросов корпоративного управления. Значительная часть вышеупомянутых условий соглашений противоречила нормам российского законодательства, что сокращало число структурных альтернатив механизмов управления внутрифирменными трансакциями и делало институциональную среду менее привлекательной для привлечения капитала.

Практический и теоретический интерес к исследованию акционерных соглашений, в том числе в институциональной структуре фирмы, вызван, с одной стороны, разнообразием сфер применения акционерных соглашений, растущей практикой их использования российскими акционерными обществами, влиянием использования соглашений в институциональной структуре фирмы на корпоративное управление и иные области регулирования, наличием значительного количества судебных разбирательств в силу длительного отсутствия данного института в законодательстве, а с другой стороны, - отсутствием фундаментальных исследований в области применения акционерных соглашений и существующим разрывом между способами осуществления внутрифирменных трансакций и их теоретическим анализом.

**Степень разработанности темы.** Еще в работах А.Смита и А.Маршалла фирма рассматривалась как некая рыночная единица (конкурентная фирма), которая посредством минимизации издержек на факторы производства, выбирает такой объем производства, при котором предельные издержки равны рыночной цене. Ж.Б.Сэй в своих работах придавал особое значение предпринимателю как основе фирмы, который перемещает экономические ресурсы в области с большей прибыльностью. В XX веке предпринимателю стали приписывать такие характеристики, как: новаторство (Й.Шумпетер), использование ресурсов с максимизацией прибыли (П.Друкер) и ответственность за свою деятельность (А.Шапиро). Тем не менее, фирма в неоклассической теории представляется, прежде всего, как «черный ящик». В свою очередь, О.Уильямсон отмечает, что фирма возникает как альтернатива рыночному управлению трансакциями, когда издержки управленческой координации ресурсов, требующихся для достижения определенного выпуска, меньше издержек использования нового механизма. Согласно Р. Коузу, характерным признаком фирмы является управленческая координация, подразумевающая вовлечение более чем одного человека. Под фирмой он понимал структуру деятельности, направленную на поиск наиболее выгодного способа производства в условиях неопределенности, или совокупность отношений (сеть контрактов), возникающих тогда, когда направление использования ресурсов полностью зависит от предпринимателя. Данный подход к пониманию фирмы получил свое развитие в работах О.Уильямсона и К.Менара; альтернативный подход к анализу фирмы был представлен А.Алчяном и Х.Демсетцем.

Акционерные соглашения являются формой контрактных отношений в институциональной структуре фирмы, которая может рассматриваться как структурная

альтернатива организации фирмы, а также как структурная альтернатива организации внутрифирменных отношений. Анализ зарубежных работ в области исследования проблематики применения акционерных соглашений показал, что экономисты изучают их в большей степени не как таковые, а в контексте иных проблем управления фирмой. Значительный вклад в раскрытие темы внес Л.Баржерон, исследующий акционерные соглашения в сфере купли-продажи акций. Применению акционерных соглашений в контексте исследования проблем и последствий размещения ценных бумаг на публичных рынках уделено внимание Д.Брэдли, Б.Джордан, И.Ротон, М.Герген, М.Ренненберг, А.Хуршед, С.Эспенлоб, Л.Филд, Г.Ханка, Я.Хохберг.<sup>1</sup>

В настоящее время многие российские исследования по проблематике применения акционерных соглашений ведутся преимущественно специалистами в области права и сводятся к четырем основным темам: международная практика применения акционерных соглашений, причины и последствия для компаний; судебные прецеденты в связи с использованием акционерных соглашений на территории Российской Федерации; правомочность отдельных условий акционерных соглашений в России; работоспособность законодательных норм в сфере регулирования акционерных соглашений. Наибольший вклад в понимание акционерных соглашений в России и в раскрытие обозначенных выше тем внесли следующие российские авторы: А.Молотников, А.Костырко, И.Никифиров, Д.Степанов, И.Остапец, А.Коновалов. Первая попытка экономического анализа акционерного соглашения как новой для российской практики формы институционального соглашения была произведена А.Е.Шаститко. Более комплексный экономический анализ роли акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы и в корпоративном управлении был представлен в монографии А.Е.Шаститко и Т.А.Радченко «Акционерные соглашения в системе корпоративного управления». Значительная часть идей, нашедших отражение в этих работах, получили свое развитие в данном исследовании.

**Цель и задачи исследования.** Цель настоящей работы - выявить роль и условия применения акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы. Достижение поставленной цели предполагает решение следующих задач исследования:

- предложить подход к исследованию акционерных соглашений как одной из форм институциональных соглашений;
- классифицировать акционерные соглашения по предмету их использования и механизму исполнения условий;
- определить место акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы, выявив их сравнительные преимущества и недостатки как структурной альтернативы организации фирмы и внутрифирменной трансакции;

---

<sup>1</sup> Работы указанных в автореферате авторов приведены в списке литературы диссертационной работы.

- обобщить зарубежный опыт применения акционерных соглашений в различных сферах, выявить их преимущества как структурных альтернатив организации фирмы и управления внутрифирменными транзакциями;
- идентифицировать условия применения квази-акционерных соглашений, обозначить их преимущества и недостатки как структурных альтернатив управления транзакциями;
- провести анализ институциональных изменений, осуществляемых в сфере регулирования акционерных соглашений в России, и определить направления их дальнейшего развития.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования являются акционерные соглашения в российской системе корпоративного управления. Предметом исследования – использование акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы.

**Теоретические и методологические основы работы.** Теоретическую основу исследования составили фундаментальные труды зарубежных и отечественных экономистов в области теории фирмы, теории контрактов, теории транзакционных издержек и теории прав собственности.

В процессе написания работы был реализован комплексный подход к исследованию акционерных соглашений как структурной альтернативе управления рыночными и внутрифирменными транзакциями, сфер их применения, рисков и возможностей их применения, а также производимых институциональных изменений в области их регулирования. Автором применялись такие методы научного познания, как сравнительный анализ, обобщение, дедукция, систематизация и классификация, а также использовался метод анализа конкретных ситуаций. На базе анализа акционерных соглашений и их компонентов в контексте выбора структурных альтернатив были сделаны выводы относительно всей совокупности подобных акционерных соглашений, что стало основанием для их дальнейшей классификации и систематизации.

**Научная новизна работы** состоит в следующем:

1. Разработан оригинальный подход к исследованию акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы, который позволил уточнить представления о границах фирмы, а именно включить в сеть контрактов особый вид – акционерные соглашения.
2. В контексте экономической теории прав собственности разработаны оригинальные классификации акционерных соглашений по предмету и механизму исполнения условий акционерных соглашений с целью определения областей и условий применения акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы и возможных направлений осуществления институциональных изменений. Были выявлены следующие типы акционерных соглашений: формальные и неформальные; акционерные соглашения по поводу прав на акции, прав из акций и по поводу вопросов управления фирмой, непосредственно не связанных с правами акционера.

3. В результате анализа институциональной структуры фирмы выявлены четыре возможных комбинации устава и акционерного соглашения как структурных альтернатив организации фирмы: акционерные соглашения могут уточнять (разъяснять) нормы и правила, обозначенные в уставе общества; акционерные соглашения могут заключаться по поводу вопросов, не рассмотренных в уставе общества; акционерное соглашение может использоваться вместо устава; в обществе может существовать и устав, и акционерное соглашение, но только последнее является функционирующим документом.

4. Выявлены причины использования акционерных соглашений в сферах: купли-продажи акций, публичного размещения ценных бумаг, венчурного финансирования и налогообложения. В данных сферах акционерные соглашения являются способом кооперации и/или конкуренции участников с целью снижению разного рода рисков управления фирмой в условиях неопределенности и склонности к оппортунизму и максимизации частных выгод, в том числе путем оптимизации налоговых выплат.

5. В рамках анализа возможностей и рисков применения акционерных соглашений в России были выявлены формы квази-акционерных соглашений, в качестве которых выступают некоторые организационно-правовые формы – общество с ограниченной ответственностью, договор простого товарищества или некоммерческое партнерство. Выявленные формы организации институциональной структуры фирмы и управления внутрифирменными транзакциями могут быть альтернативами акционерных соглашений в сферах, где формальные акционерные соглашения могут быть использованы, а также выступать специфической формой их проявления там, где применение акционерных соглашений не разрешено. Данный подход может быть распространен и применен к анализу более широкого спектра структурных альтернатив управления транзакциями с целью выявления наиболее эффективной из них. Количество структурных альтернатив во многом обуславливается характеристиками транзакции.

6. Посредством анализа производимых институциональных изменений в России в сфере регулирования акционерных соглашений как структурной альтернативы управления внутрифирменными транзакциями выявлены механизмы возникновения и распространения институционального изменения, определены причины его осуществления, а также стратегии осуществления целенаправленного институционального изменения для регулятора (государства) и условия повышения эффективности функционирования данного института.

**Теоретическая и практическая значимость работы.** Теоретическая значимость работы заключается в разработанном подходе к исследованию акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы; классификации акционерных соглашений по их предмету и механизму соблюдения исполнения условий акционерного соглашения; сравнительном анализе преимуществ и недостатков использования

акционерных соглашений, включая выявление условий применения квази-акционерных соглашений; выявлении роли акционерных соглашений в отдельных сферах их применения; выявлении рисков и возможностей применения акционерных соглашений в России; анализе институциональных изменений, производимых в сфере регулирования акционерных соглашений.

С практической точки зрения представленное исследование позволяет сформулировать рекомендации по повышению эффективности деятельности компаний посредством нивелирования рисков применения акционерных соглашений и реализации возможностей их применения, а также рекомендации для проведения дальнейших институциональных изменений с целью повышения эффективности применения акционерных соглашений российскими компаниями.

**Апробация и внедрение результатов работы.** Основные теоретические и методические положения работы, разработанные и защищаемые в диссертационном исследовании, докладывались автором на научных конференциях и круглых столах, в том числе на международной научной конференции «Инновационное развитие экономики России: роль университетов» в рамках Ломоносовских чтений, проводившейся на Экономическом факультете МГУ им. М.В. Ломоносова в 2010 г.

Материалы диссертационного исследования были использованы в преподавании курса «Институциональная экономика» для студентов бакалавриата Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова, в научных семинарах «Изменения в корпоративном управлении российских компаний» в рамках курса научных семинаров для магистров второго года обучения Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова, а также в подготовке учебно-методического материала «Новая институциональная экономическая теория», предназначенного для преподавателей и студентов, изучающих курс «Институциональная экономика».

Выводы диссертационной работы использованы в работе по проектам Фонда «Бюро экономического анализа», проводимых по заказу Национального совета по корпоративному управлению, в которых автор принимал участие с 2007 по 2010 г. (три Национальных доклада по корпоративному управлению, в том числе на английском языке).

**Публикации.** Основные теоретические и практические результаты диссертационного исследования нашли отражение в 9 опубликованных печатных работах (в т.ч. в соавторстве), включая 2 работы в научных журналах, рекомендованных ВАК. Общий объем публикаций составляет 34,95 п.л., из них выполненных лично соискателем - 7,25 п.л.

**Логика и структура работы.** В основе логики работы лежит принцип структурных альтернатив, на базе которого определен, в том числе, подход к исследованию акционерных соглашений. С целью дальнейшего упорядочивания разнообразия акционерных соглашений и организации их анализа проводится их классификация по таким критериям как предмет акционерных соглашений и механизм принуждения к



исполнению условий акционерных соглашений. Далее определяется место акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы, при этом выявляется роль акционерных соглашений в структурных альтернативах организации фирмы. Проводится сравнительный анализ структурных альтернатив организации фирмы путем выявления преимуществ и недостатков использования акционерных соглашений в ее организации. Рассматриваются сферы применения акционерных соглашений с целью выявления выполняемой ими роли и условий их применения. Проводится анализ институциональной среды функционирования фирм, выявляются риски и возможности применения акционерных соглашений как структурной альтернативы организации внутрифирменных трансакций, а также преимущества и недостатки квази-акционерных соглашений. Анализ производимых институциональных изменений в сфере регулирования акционерных соглашений позволяет обозначить причины производимых изменений, механизмы их возникновения и распространения среди российских компаний, выявить альтернативные стратегии осуществления институциональных изменения для регулятора, причины выбора умеренного сценария производимых изменений, а также обозначить направление институциональных изменений с целью повышения эффективности применения акционерных соглашений. В соответствии с изложенной логикой диссертация имеет следующую структуру.

## **Введение**

**Глава 1.** Акционерные соглашения как форма институциональных соглашений в структуре фирмы

- 1.1 Акционерные соглашения: подходы к исследованию
- 1.2 Классификации акционерных соглашений
- 1.3 Место акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы

**Глава 2.** Сферы применения акционерных соглашений

- 2.1 Купля-продажа ценных бумаг
- 2.2 Публичное размещение ценных бумаг
- 2.3 Повышение защиты прав собственности участников венчурного финансирования
- 2.4 Оптимизация налоговых выплат

**Глава 3.** Институциональные изменения в сфере регулирования акционерных соглашений

- 3.1 Возможности и риски применения акционерных соглашений
- 3.2 Структурные альтернативы осуществления институциональных изменений
- 3.3 Роль траектории предшествующего развития и эффекта блокировки при выборе альтернативы осуществления институционального изменения
- 3.4 Пути развития институциональной среды для использования акционерных соглашений

## **Заключение**

## **Список литературы**

## **II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ**

### **1. Формирование подхода к исследованию акционерных соглашений**

Акционерное соглашение как форма институционального соглашения представляет собой договор между хозяйствующими единицами, определяющими способы их кооперации и конкуренции с целью получения частных выгод посредством увеличения/сохранения/защиты стоимости ресурса, получения/сохранения контроля над ресурсом, а также посредством снижения/минимизации будущих издержек от владения и контроля над ресурсом. При этом соглашения, заключенные для предупреждения корпоративных конфликтов, могут в полной мере рассматривать как альтернатива судебному разбирательству. Под ресурсом в данном контексте следует понимать не только акции компании; ресурс – это доля капитала в компании, созданной несколькими участниками. Анализ международной практики применения акционерных соглашений позволяет говорить о широкой трактовке акционерных соглашений, участниками которых могут быть не только держатели акций компании, но также и третьи лица, с которыми могут заключать соглашения акционеры по поводу осуществления прав на акции и прав, удостоверенных акциями. Такая трактовка позволяет сказать, что под понятие акционерных соглашений могут подпадать любые взаимодействия акционера с любым третьим лицом, условия которых действительны для третьих лиц (например, для наемных сотрудников акционерного общества, для самого общества как юридического лица), включая такое соглашение как устав компании. Акционерное соглашение – это соглашение между настоящими и будущими акционерами, заключаемое по поводу осуществления прав на акции и прав из акций, а также по поводу решения иных вопросов, где под правами на акции следует понимать имущественные права акционера на акции, а под правами из акций - права акционера, удостоверенные акциями и дающие право участвовать в управлении акционерным обществом (например, права участвовать в собрании акционеров, голосовать, право вето, право предлагать своего представителя в совет директоров, порядок формирования совета директоров и т.д.), при этом условия соглашения действительны только для его участников. Соответственно, если речь идет о фирме, которая создается не в форме акционерного общества (а, например, в форме общества с ограниченной ответственностью или товарищества), то участниками соглашения являются владельцы долей в общем капитале. Таким образом, акционерное соглашение – это особая форма договора между долевыми участниками капитала (настоящими и будущими) по поводу осуществления прав дольщика на долю и прав, удостоверенных этой долей, а также иных вопросов корпоративного управления. В рамках данной работы, в независимости от организационно-правовой формы предприятия, такие соглашения будут называться акционерными, хотя в дальнейшем речь в большей степени будет идти об акционерных обществах.

Данный подход к анализу акционерных соглашений позволяет расширить представление об экономической фирме и выявить их место в институциональной

структуре фирмы. Фирма - это совокупность контрактных отношений не только между поставщиками факторов производства и предпринимателем, как рассматривал Р.Коуз, определивший фирму как особый механизм, координирующий отношения между экономическими агентами. Фирма – это сложная сеть контрактов, которая формирует многоуровневую иерархию управления деятельностью (акционеры разного типа, члены совета директоров разного типа, комитеты при совете директоров, исполнительный орган, менеджеры различного звена, кредиторы разного типа), а также включает контракты с лицами (группой лиц), обеспечивающих доступ к рынкам сбыта, контракты с работниками, обладающими специфическими активами для конкретной компании, отношения с конкурентами на рынке сбыта, взаимодействие с государственными органами власти по вопросам регулирования деятельности компании, участия в ее управлении или ведения совместной социальной политики. В свою очередь различные комбинации тех или иных контрактных отношений между различными стейкхолдерами могут формировать структурные альтернативы организации фирмы и ее институциональной структуры. Возможности заключения институциональных соглашений, а также объем прав и обязанностей участников обуславливаются в том числе и организационно-правовой формой, в которой создана фирма. Представленный подход к объяснению природы фирмы помогает понять проблему организации институциональной структуры фирмы как сети контрактов и ее изменение.

Особенность акционерных соглашений как формы контрактных отношений между стейкхолдерами фирмы заключается в том, что в них предполагается сохранение конечных прав за его участниками (согласно перечню правомочий А.Оноре), что обуславливает возникновение дополнительных возможностей и рисков для его участников. В этой связи фирму следует рассматривать не только как множество асимметричных неизбирательных обменов, где координация осуществляется посредством команд, но как совокупность контрактных отношений между всеми ее стейкхолдерами по вопросам управления внутрифирменными транзакциями. В данном контексте акционерные соглашения выступают гибридными формами управления транзакциями внутри иерархии.

## **2. Классификации акционерных соглашений**

### ***2.1. Классификация по предмету акционерного соглашения***

Анализ различных подходов к исследованию проблематики использования акционерных соглашений в организации институциональной структуры фирмы позволил рассмотреть множество факторов, влияющих как на сам факт заключения акционерных соглашений, так и на их условия. Среди этих факторов можно назвать характеристики и структуру фирмы, характеристики участников акционерных соглашений, характеристики институциональной среды, в которой функционирует компания. Если исходить из принятого в рамках данной работы подхода к исследованию акционерного соглашения, то все множество вопросов, по поводу которых они ис-

пользуются, можно разделить на два основных предмета: по поводу «прав на акции» и по поводу «прав из акций». Анализ практики применения соглашений показывает, что существует ряд других вопросов, которые могут быть включены в соглашения, а также являться непосредственным предметом новых соглашений, поэтому третью группу акционерных соглашений составляют соглашения, заключаемые по поводу вопросов управления фирмой, которые не связаны с правами акционеров. Фактически, в таких акционерных соглашениях перечень прав акционеров как таковой не имеет значения, в то же время объем прав акционеров, формирующий переговорную силу акционеров, позволяет им влиять на условия таких соглашений, в том числе на распределение выгод и издержек для участников соглашений. В некоторых случаях сложно выявить четкую границу по критерию «предмет соглашения» в силу того, что изменения в правах на акции ведут к изменениям в правах из акций (и наоборот), а также требуют создания и использования дополнительных механизмов их исполнения, что относится к типу «вопросы управления фирмой, которые не связаны с правами акционеров».

*1. Предметом акционерного соглашения являются «права акционера на акции»:*

- ограничение акционеров в распоряжении принадлежащими им акциями;
- ограничения на обращение акций на определенный срок;
- механизм передачи, продажи или покупки акций другими акционерами и иными лицами при наступлении определенного случая, например смерти акционера, увольнения [акционера-сотрудника] до истечения определенного срока;
- механизм определения цены продажи/покупки акций для акционеров и других лиц;
- выдача другим сторонам акционерного соглашения доверенности на осуществление прав акционеров и/или прав на акции;
- установление условия неконкуренции, предполагающего, что каждый и все акционеры не будут конкурировать с данной фирмой.

*2. Предметом акционерного соглашения являются «права из акций»:*

- права миноритарных акционеров:
  - а) предлагать своего кандидата в совет директоров либо самому участвовать в выборах;
  - б) требовать отчета об управлении компанией;
  - в) налагать вето по определенным вопросам;
  - г) участвовать в дивидендной политике компании;
- определение порядка голосования:
  - а) голосование на общем собрании;
  - б) голосование при выборе членов совета директоров;
  - в) определение квалифицированного большинства для голосования по ключевым вопросам;

- установление порядка подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров;
- определение порядка формирования совета директоров, а также его функционирования;
- установление порядка избрания генерального директора, осуществление полномочий руководителя компании, назначение топ-менеджеров компании;
- распределение прибыли компании, в том числе по отдельным видам хозяйственной деятельности, распределение активов при ликвидации предприятия;
- предоставление дополнительных прав и обязанностей акционерам, таких как право преимущественной покупки при выпуске новых акций, а также при продаже акций другими акционерами (rights of first refusal, pre-emption rights);
- распределение права контроля, в том числе между акционерами двух компаний при их слиянии;
- формулирование условий, требующих сворачивания хозяйственной деятельности, установление порядка ликвидации компании.

*3. Предметом акционерного соглашения являются «вопросы управления фирмой, которые не связаны с правами акционеров»:*

- предотвращение и разрешение конфликтных и «тупиковых» ситуаций;
- сохранение рабочих мест при совершении сделки слияния-присоединения;
- определение условий конфиденциальности;
- подробное описание цели предприятия, размера и масштабов хозяйственной деятельности;
- установление уровня капитализации, размеров займов;
- определение объема доступа к информации в процессе функционирования компании, а также лиц, обладающих этим доступом;
- страхование жизни ключевых лиц;
- решение вопросов, касающихся интеллектуальной собственности, созданной в результате деятельности компании;
- рассмотрение иных вопросов управления бизнесом, принятие решений по отдельным вопросам.

Практика показывает, что существует ряд других причин для заключения акционерных соглашений, но они не столь широко распространены как вышеперечисленные и часто отражают отраслевые особенности компании и носить специфический характер. Представленная классификация позволяет, во-первых, обобщить все разнообразие предметов, по поводу которых заключаются акционерные соглашения, во-вторых, показать множество вопросов, требующих решения в рамках организации фирмы, которые акционерные соглашения способны решить в дополнение к имеющимся правилам, взамен действующих правил или как единственно возможный способ их решения, в-третьих, сформировать направления для осуществления дальней-

ших институциональных изменений в сфере регулирования акционерных соглашений (расширения/сужения областей законодательного регулирования).

## ***2.2. Классификация по механизму исполнения условий акционерного соглашения***

Часть акционерных соглашений могут быть самовыполняющимися по аналогии с другими видами соглашений на товарных рынках, которые самоликвидируются в случае невыполнения. В процессе такой самоликвидации происходит наложение санкций на нарушителя условий соглашения. В то же время, сами акционерные соглашения, несмотря на их более высокую степень гибкости с точки зрения условий создания, могут быть неполными *ex ante*, что создает предпосылки для использования механизма улаживания конфликтов *ex post* в случае возникновения вопросов взаимодействия между акционерами, относящихся к сфере акционерного соглашения, не урегулированного им в явном виде. В этом случае речь идет не только о механизмах наложения санкции, но и о применении механизма адаптации. Причем, в роли ключевого звена данного механизма может выступать и третья сторона, в том числе суд.

Обязательства, принимаемые на себя участниками акционерного соглашения, могут противоречить законодательству страны, то есть стороны заведомо понимают, что оспорить действия, нарушающие условия соглашения, в суде практически невозможно. Иными словами, отсутствует вероятность конечной государственной защиты условий соглашения.

Механизм принуждения к исполнению обозначенных в акционерном соглашении условий связан с функциями гаранта, отвечающего за соблюдение данных правил. Международная практика свидетельствует о существовании множества механизмов урегулирования конфликтов, как с привлечением гаранта (третьей стороны), так и без него. Наиболее распространенный механизм разрешения конфликтов – привлечение третьего лица, в качестве которого, в зависимости от предмета спора, может выступать суд разных инстанций и юрисдикций. Гарантом может быть третейский суд или медиатор. Акционерные соглашения могут предусматривать и другой специальный механизм разрешения споров. В связи с этим в качестве критерия классификации акционерных соглашений можно предложить уровень их формализации. *Формальное акционерное соглашение* подлежит конечной государственной защите независимо от того, указан ли государственный орган в качестве его гаранта или нет, в то время как при нарушении условий *неформального акционерного соглашения* его участники не могут защитить свои права в суде с целью разрешения конфликтной ситуации в силу несоответствия условий соглашения законодательству выбранной юрисдикции.

В таблице 1 представлен перечень гарантов, способных накладывать санкции за нарушения условий акционерных соглашений, с учетом возможности конечной государственной защиты. Минусом отмечены те случаи, когда акционерные соглашения являются нефункциональными, так как механизм принуждения к исполнению ус-

ловий акционерных соглашений не обладает фактической силой, что искажает стимулы его участников.

Таблица 1. Гаранты акционерных соглашений

Гарант		Формальность	
		Формальные АС	Неформальные АС
3-е лицо	Суд	+	-
	Третейский суд	+	-
	Специальный механизм	+	+
Участники АС	Один/несколько участников	+	+
	Все участники	+	+

Большинство акционерных соглашений, заключаемых в России к настоящему времени, - несмотря на то, что в законодательство были внесены изменения - все еще являются неформальными. Условия, которые они содержат, часто противоречат Гражданскому кодексу РФ, Закону «Об акционерных обществах», а также уставам компаний. Возможность включения в акционерные соглашения ряда эффективных механизмов инфорсmenta позволяет неформальным соглашениям иметь место на практике и зачастую быть более устойчивыми к экономическим колебаниям, чем формальные соглашения. В свою очередь, выбор механизма поддержания исполнения условий акционерного соглашения зависит от того, является ли соглашение формальным, от готовности его участников нести издержки ex ante, от величины возможного ущерба, возникающего в случае нарушения условий акционерного соглашения, а также от издержек, связанных с количественной оценкой ущерба, функционированием механизма урегулирования споров и расторжения специфического контракта. Применяя предлагаемую классификацию к конкретной ситуации, Таблицу 1 можно представить в виде матрицы с величинами издержек использования альтернативных гарантов для обеспечения равного уровня исполнения условий соглашения.

### 3. Место акционерных соглашений в институциональной архитектуре фирмы

Корпоративное законодательство формирует институциональную среду, в которой функционирует фирма и ее стэйкхолдеры. В свою очередь, отношения внутри фирмы и с третьими лицам, т.е. на уровне институциональных соглашений, регулируются уставом, учредительными документами, кодексами корпоративного поведения и этики и сетью контрактных отношений с менеджерами и другими наемными работниками, поставщиками товаров и услуг, государственными органами и иными стэйкхолдерами. Фактически, выполнение требований, установленных внутрикорпо-

ративными документами, является обязательным для участников внутрифирменных трансакций. Следуя данной логике, акционерные соглашения можно отнести к ряду внутрифирменных контрактов. Тем не менее, международная и российская практика демонстрирует, что акционерные соглашения могут заключаться и до момента создания юридического лица. В таких случаях акционерное соглашение выступает как договор, позволяющий объединить капиталы нескольких участников (возможно, с разным статусом) в рамках совместного проекта. Далее проект может принять форму акционерного общества. В связи с этим целесообразно рассмотреть соотношение акционерных соглашений и устава компании. Такой подход позволяет выявить как минимум две структурные альтернативы организации фирмы: устав компании и акционерное соглашение.

В диссертационном исследовании были выявлены следующие четыре возможных способа соотношения устава и акционерных соглашений, которые отражают роль акционерных соглашений в институциональной структуре фирмы:

- акционерные соглашения могут уточнять (разъяснять) нормы и правила, обозначенные в уставе общества;

- акционерные соглашения могут заключаться по поводу вопросов, не рассмотренных в уставе общества (в некоторых случаях и в законодательстве, таким образом, компенсируя недостатки институциональной среды);

- акционерное соглашение может использоваться вместо устава общества (т.е. быть, в том числе гибридной формой управления контрактными отношениями для создания совместного предприятия);

- в обществе могут действовать и устав, и акционерное соглашение, но в виду того, что создание и изменение условий акционерного соглашения связано с меньшими издержками, оно де-факто служит основным документом, который регламентирует деятельность компании.

Выбор способа соотношения устава и акционерного соглашения внутри отдельных компаний зависит от множества факторов, начиная от законодательных требований к этим формам институциональных соглашений и заканчивая склонностью к риску его участников. Выделим наиболее существенные из них. Важное значение имеет система права (прецедентное/кодифицированное), нормы законодательства в странах с кодифицированной системой права с их императивными нормами (ограничение доступных альтернатив), выбранная организационно-правовая форма (определяет зависимость от траектории предшествующего развития), а также величина издержек создания и внесения изменения в то или иное институциональное соглашение.

Целесообразно привести некоторые сравнительные преимущества и недостатки использования акционерных соглашений в организации фирмы (прежде всего, в форме акционерного общества). *Преимущества:*

1. Главным преимуществом акционерного соглашения является сравнительно низкие издержки его создания и внесения в него изменений.



2. Соглашения могут быть созданы на любом этапе функционирования фирмы.

3. Устав компании, учредительные документы являются публичными документами и доступны для проверки, в то время как акционерное соглашение (и/или его отдельные условия) является частным контрактом и может оставаться конфиденциальным между сторонами.

4. Акционерные соглашения могут заключаться в условиях, которые подразумевают конкуренцию юрисдикций.

5. Предметный перечень акционерных соглашений обширен, а их содержание подвижно.

6. Акционерные соглашения позволяют включать такие условия, которые препятствуют враждебному поглощению компании.

При всех достоинствах соглашений существует ряд *недостатков*.

1. В ряде стран требуется регистрация акционерных соглашений в уполномоченных государственных органах.

2. Потенциально, в случае конфиденциальности условий соглашения, они могут предусматривать дискриминационные условия для неучастников соглашения, а в некоторых обстоятельствах, соглашения могут принимать форму целенаправленного оппортунизма, нанося ущерб третьим лицам.

3. Акционерные соглашения могут приводить к снижению прозрачности функционирования компании для внешнего инвестора, в том числе в связи с конфиденциальностью отдельных условий соглашений, что может создавать издержки выявления механизмов управления компанией.

4. Ряд акционерных соглашений могут привести к нарушению основополагающего правила «одна акция – один голос».

Преимущества от использования акционерных соглашений компаниями не должны рассматриваться изолированно от интересов других заинтересованных групп лиц. Обозначенные преимущества с точки зрения компании могут представлять собой риски для регулятора или потенциального инвестора. Значительная часть рассмотренных преимуществ для компании связана с рисками снижения прозрачности функционирования компаний, а также частичной потерей контроля для регулятора.

Тем не менее, заключение акционерного соглашения может являться способом сокращения неопределенности, снижения вероятности оппортунистического поведения в случае асимметричного распределения информации, являться попыткой восполнить неполноту предшествующих и будущих контрактов, в частности, устава, или корпоративного законодательства в целом; соглашения могут являться механизмом поддержания стабильности внутри акционерного общества, способом адаптации к изменяющимся условиям. В институциональной структуре фирмы акционерные соглашения могут являться как альтернативой иерархии (гибрид) как способа объединения и управления капиталом в рамках реализуемого проекта, так и самой иерархи-

ей, в зависимости от объема отчуждаемых/присваиваемых прав в рамках трансакции. В свою очередь, если акционерное соглашение используется в фирме, созданной в той или иной организационно-правовой форме, оно является гибридной формой управления внутрифирменными трансакциями. Различные комбинации данного типа институционального соглашения с другими могут представлять собой структурные альтернативы организации фирмы и ее институциональной структуры.

#### **4. Сферы применения акционерных соглашений**

##### ***4.1. Купля-продажа ценных бумаг***

Одной из сфер применения акционерных соглашений является сфера купли-продажи ценных бумаг. Акционерные соглашения, используемые в данной сфере, получили название *shareholder tender agreements* (далее как - STA). Такие акционерные соглашения являются способом согласования воли и интересов участников соглашения, а также особым механизмом передачи прав собственности на ценные бумаги путем фиксирования цены и возможных сроков осуществления трансакции. Участниками STA могут быть действующие акционеры (миноритарные, мажоритарные) и потенциальный покупатель (будущий акционер). Размер пакета акций играет ключевую роль в определении объема передаваемых прав при осуществлении купли-продажи акций. Держатель крупного пакета акций, продавая их, продает не просто права на акции, но и права из акций, которые, среди прочего, дадут покупателю права голоса (пропорционально его доле в общем капитале) на общих собраниях акционеров; при этом если речь идет о блокирующем пакете, то цена акций, существенно возрастает. Таким образом, крупный пакет акций будет более привлекателен для крупного инвестора, в связи с тем, что он приобретает не просто актив, способный принести ему выгоду, но еще и права принятия решения внутри компании. Поэтому в использовании STA в большей степени заинтересованы мелкие акционеры, которые, фиксируя цену за акции, получают гарантию того, что доход от продажи акций составит не менее определенного уровня.

Подобного рода соглашения в сфере купли-продажи акций играют роль дополнительного инструмента управления внутрифирменными трансакциями по отношению к уставу и иным внутренним документам компании. Ближайшими альтернативами STA являются опционы и фьючерсы. Основным преимуществом STA является срок действия. Во фьючерском контракте обязательно оговаривается срок исполнения сделки купли-продажи актива; опционы действительны в течение определенного периода времени, после чего срок их действия истекает, и участники контракта теряют свое право на покупку или продажу ценных бумаг, в то время как в акционерном соглашении не обязательно оговаривать срок, а возможно указать лишь обстоятельства, при которых все или часть акций будут проданы конкретному покупателю. Кроме того, STA сами по себе не могут быть объектом торговли, что корректирует стимулы участников соглашения и, возможно, увеличивает их горизонт планирования.

## ***4.2. Публичное размещение ценных бумаг***

Ряд компаний, впервые размещающие свои акции на фондовом рынке, прибегают к использованию блокирующих контрактов (shareholders' lockup agreements). Блокирующие контракты представляют собой соглашения, согласно которым акционеры принимают на себя обязательства по неотчуждению части или всех своих акций на определенный период времени. Участниками блокирующих соглашений являются, как правило, только действующие акционеры. Несмотря на то, что участие в таких соглашениях является добровольным, требованиями некоторых бирж устанавливаются доля акций и срок, в течение которого участники соглашения не имеют право продавать свои акции. Такое требование является основной причиной использования блокирующих акционерных соглашений. В качестве второй причины следует назвать желание самих акционеров заключить блокирующее соглашение или ужесточить его условия, так как в процессе публичного размещения акций на организованных рынках компании претерпевают серьезные изменения. Блокирующие соглашения позволяют легче адаптироваться компании к изменяющимся условиям.

Как таковых альтернатив акционерным соглашениям в данной сфере применения нет, поскольку они возникают в связи с требованием бирж. Многообразие самих акционерных соглашений сводится к различной комбинации условий о доле блокируемых акций и сроке блокировки. Если внутренние документы компаний не регулируют порядок взаимодействия акционеров при публичном размещении акций, то блокирующие акционерные соглашения являются дополнительным механизмом управления внутрифирменными транзакциями. Если же внутренние документы (отличные от устава) устанавливают правила взаимодействия акционеров при публичном размещении акций, то условия блокирующего соглашения будут являться правилами более высокого порядка в институциональной структуре фирмы, т.к. вводятся в связи с требованиями рынка.

## ***4.3. Акционерные соглашения в сфере венчурного финансирования***

Наличие множества участников финансирования и реализации рискованного проекта с различным статусом, среди которых могут быть: государство, предприниматель-производитель инновации, бизнес-ангелы, крупные финансовые корпорации, отраслевой инвестор - будущий производитель продукта, лишь усложняет проблему принятия согласованного решения в силу гетерогенности их интересов. Выявляя переговорную силу участников процесса венчурного финансирования, можно определить, кому из стейкхолдеров требуется защита от оппортунистического поведения контрагента, а также, чьи интересы не в достаточной степени защищены. В этой связи акционерные соглашения являются дополнительным механизмом управления внутрифирменными транзакциями с целью обеспечения надлежащей защиты интересов отдельных стейкхолдеров и гарантии поддержания контрактных прав. Условия применения соглашения обуславливаются переговорной силой участников проекта и

рисками их оппортунистического поведения. В таком контексте акционерные соглашения можно использовать и в отношении российских компаний.

Другая альтернативная форма использования акционерных соглашений в данной сфере является использование соглашений вместо устава на этапе становления проекта. Акционерные соглашения позволяют зафиксировать различные статусы участников проекта, при этом сэкономить на издержках создания и ликвидации компании, если проект окажется провальным. Условием применения акционерного соглашения как альтернативы иерархии, закрепляемой, в частности в уставе, является высокая неопределенность последствий реализации инновации. В данном контексте акционерные соглашения представляют собой альтернативный способ организации предприятия, то есть способ создания иерархии или гибрида, в зависимости от того, объем каких прав подлежит отчуждению и присвоению в рамках контрактных отношений между его участниками, то есть в данном контексте конечные права за участниками соглашения могут и не сохраняться.

#### ***4.4. Оптимизация налоговых выплат***

Акционерные соглашения могут создаваться с целью оптимизации налоговых выплат путем распределения прав контроля, распределения преимущественных прав, определения дивидендной политики и деления акций на классы.

В сфере распределения прав контроля акционерные соглашения являются структурной альтернативой формированию иерархии, когда в компании есть и устав, и акционерное соглашение, но фактически последнее является правилом более высокого порядка. Компания, имеющая устав, заключает соглашения, где определяет реальных (а не номинальных) правообладателей прав из акций, т.е. лицо (группу лиц), которое принимает решения по управлению фирмой. Компания совместно с контролирующей группой лиц может рассматриваться как консолидированный налогоплательщик, что, возможно, приведет к росту налогооблагаемой базы. Таким образом выявляется как минимум две возможных альтернативы организации фирмы: фирма может быть создана в структуре бизнеса контролируемого лица (причем данная альтернатива предполагает множество вариаций), либо как отдельная компания, но с использованием акционерного соглашения, распределяющего права контроля. Акционерные соглашения будут применяться тогда, когда их использование будет приводить к снижению налоговых выплат.

В свою очередь, акционерные соглашения по распределению прав контроля, определению дивидендной политики и делению акций на классы должны рассматриваться как инструменты, дополняющие и разъясняющие нормы, установленные в уставе компании, тем самым являясь альтернативной формой управления внутрифирменными транзакциями.

Рассмотренные сферы применения акционерных соглашений в контексте выявления структурных альтернатив продемонстрировали роль акционерных соглашений, их отдельные возможности и преимущества использования. В данных сферах акцио-

нерные соглашения являются способом кооперации/конкуренции участников с целью снижения разного рода рисков управления фирмой в условиях неопределенности и склонности к оппортунизму, а также способом максимизации частных выгод, в том числе путем оптимизации налоговых выплат. Выбор акционерных соглашений как одного из способа управления транзакциями (как внутрифирменными, так и рыночными) должен осуществляться на базе взвешенного подхода путем минимизации издержек его [способа] применения.

## **5. Квази-акционерные соглашения**

Применение акционерных соглашений в явном виде в течение длительного времени законодательно не было разрешено в России, и даже после их законодательного закрепления существует множество рисков их применения. В этой связи в практике организации фирмы и управления внутрифирменными транзакциями стали применять иные механизмы, позволяющие решать вопросы управления, которые за рубежом, как правило, решаются с помощью акционерных соглашений. Будем называть их квази-акционерными соглашениями. Для выявления квази-акционерных соглашений и условий их применения используем инструментария теории транзакционных издержек.

В случае необходимости консолидации пакетов миноритарных акционеров имеет смысл создать общество с ограниченной ответственностью (далее - ООО) с передачей акций мелких акционеров в качестве вклада в уставной капитал ООО. А в рамках некоммерческого партнерства акционеры могут, например, передать свои акции, взамен на получение статуса участника данного партнерства. Будучи собственником акций, партнерство реализует волю своих членов – бывших акционеров. Договор простого товарищества по своим условиям более всего напоминает акционерное соглашение. Участники договора простого товарищества объединяют свои вклады и совместно действуют для достижения какой-либо цели, которая, в свою очередь, не должна противоречить закону. Таким образом, для консолидации пакета акций миноритарных акционеров с целью, например, обеспечения возможности их дальнейшего влияния на процесс принятия решения и/или согласования воли по каким-то вопросам могут быть использованы следующие альтернативы: акционерное соглашение, ООО, договор простого товарищества или некоммерческое партнерство.

Квази-акционерные соглашения могут выполнять те же самые задачи, что и акционерные соглашения, в них принимают участие те же самые участники, только форма институционального соглашения несколько иная и связана с иными последствиями (выгоды/издержки) для их участников. В данном случае речь не идет об альтернативных способах юридической инкорпорации фирмы, где квази-акционерные соглашения являются заместителями обычных акционерных соглашений, т.е. нет привязки к организационно-правовым формам, речь идет о механизмах управления внутрифирменными транзакциями, где акционерные соглашения и квази-акционерные соглашения выступают структурными альтернативами управления транзакцией.

Общее преимущество обозначенных квази-акционерных соглашений состоит в том, что они не требуют издержек изменения статус-кво, в том числе в связи с возможным несоответствием принципам построения гражданско-правовых отношений. Вместе с тем, представленные механизмы способны организовать лишь часть трансакций, создавая дополнительные риски для участников. В частности, если акционерное соглашение в экономическом смысле не всегда предполагает перехода прав из акций от одного лица к другому, так как не подлежат передаче конечные права, обладание которыми является важнейшим признаком для определения субъекта права собственности, то все представленные квази-формы фактически предполагают, что конечные права меняют субъекта, что для обладателя акций сопряжено с дополнительными рисками. Среди недостатков таких структурных альтернатив можно назвать следующее:

- в простом товариществе возникает солидарная ответственность, что требует существенно более жесткого взаимного контроля членов товарищества, чем это необходимо для согласования действий по реализации прав из акций. Такая жесткость контроля – плата за более высокие риски, обусловленные солидарной ответственностью. Причем, необходимость делегирования прав порождает проблему управления поведением исполнителя, которая ограничивает возможности нивелирования рисков использования данной квази-формы. А так как основные решения по ведению дел принимаются товарищами единогласно, то с целью избежания возникновения или для разрешения текущих «тупиковых ситуаций» товарищи вынуждены нести издержки на создание механизмов их разрешения *ex ante* и/или *ex post*.

- использование общества с ограниченной ответственностью для установления преимущественных и дополнительных прав отдельных акционеров сопряжено с риском потери прав на акции ввиду особенностей выхода из ООО. При выходе возникают сложности с обеспечением соответствия между номиналом вклада и выделяемой долей. Вклад осуществляется в форме акций, а возмещение при выходе - в денежной форме, что ослабляет стимулы использования такого рода институциональных соглашений. Аналогичная проблема возникает и в случае использования некоммерческого партнерства.

- если миноритарии создают ООО с передачей своих акций в качестве вклада в уставной капитал с целью консолидации своих прав в отношении компании, чьими акциями они владеют, то существуют серьезная опасность захвата или недобросовестного поглощения ООО, ввиду того, что общество становится собственником значительного количества акций. Кроме того, существует риск потери всех вложенных акций в случае оппортунистического поведения руководителя ООО.

С другой стороны, чем больше (законодательно закрепленных) возможностей использования акционерных соглашений для организации фирмы и управления внутрифирменными трансакциями, тем в больших случаях акционерное соглашение может выступать в качестве альтернативы рассмотренным организационно-правовым

формам, а не только их специфическим проявлением. Иными словами, в тех сферах, где применение акционерных соглашений законодательно закреплено, рассмотренные организационно-правовые формы являются альтернативами организации фирмы и/или управления ее транзакциями.

Спрос на гибкие формы структурирования отношений при организации фирмы привело к активному использованию акционерных соглашений, позволяющих преодолеть зависимость от траектории предшествующего развития в виде ранее выбранной организационно-правовой формы компании. В свою очередь, рост возможностей применения акционерных соглашений в различных организационно-правовых формах, в том числе посредством их законодательного закрепления, позволит расширить число структурных альтернатив организации фирмы, позволяя в большей степени отвечать интересам стэйкхолдеров. Более того, дальнейшая либерализация норм в отношении регулирования акционерных соглашений может привести к сближению по своим характеристикам фирм, организованных в различных правовых формах.

## **5. Институциональные изменения в сфере регулирования акционерных соглашений**

Возможности применения акционерных соглашений в качестве структурных альтернатив организации фирмы или/и структурных альтернатив управления внутрифирменными транзакциями, а также возможности применения акционерных соглашений в тех или иных сферах могут быть реализованы посредством осуществления институциональных изменений в сфере их регулирования. В настоящее время в России применение формальных акционерных соглашений возможно лишь как дополнение к уставу по некоторым вопросам, не рассмотренным уставом, как разъяснение норм устава или как подготовительный документ к внесению изменений в устав. Применение неформальных акционерных соглашений позволяет сосуществование устава и акционерного соглашения, где акционерное соглашение обладает большим функционалом и/или является способом распределения контроля.

Появление акционерных соглашений в практике управления отечественных компаний и в российском законодательстве произошло путем заимствования данного института. С одной стороны, российскими компаниями был заимствован механизм управления внутрифирменными транзакциями, положительно себя проявивший в иных юрисдикциях, то есть в других группах экономических агентов. Успешное заимствование и применение института приводило к распространению данной практики среди широких групп, а добровольный выбор на рынке институтов переводил эту практику в режим систематических действий путем естественной диффузии.

С другой стороны, регулятором была проанализирована практика применения данного института российскими и иностранными компаниями, а также практика нормативного регулирования данного инструмента за рубежом. Путем адаптации данного института к особенностям российского законодательства применение акционерных

соглашений было законодательно закреплено путем целенаправленных институциональных изменений.

Причиной распространения акционерных соглашений в практике корпоративного управления послужили их сравнительные преимущества как механизма управления внутрифирменными транзакциями. В свою очередь, среди основных задач осуществления целенаправленного изменения следует назвать повышение привлекательности российской экономики посредством введения гибких инструментов управления и снижение императивности норм российского законодательства (ослабление ограничительных норм корпоративного законодательства) посредством расширения договорных возможностей в процессе управления компаниями. Оба эти факта обусловлены необходимостью развития институциональной среды функционирования компаний как необходимого фактора повышения конкурентоспособности российской юрисдикции.

Для государства как регулятора можно было выявить три возможных стратегии осуществления институционального изменения: сохранение статус-кво, кардинальные изменения и умеренные изменения. Альтернатива сохранения статус-кво предполагала отказ от введения института акционерного соглашения на законодательном уровне и принятие решений по урегулированию конфликтов по поводу их использования на уровне отдельных прецедентов. Отсутствие законодательного регулирования акционерных соглашений вынуждало бы компании продолжать заимствование зарубежного опыта (в том числе слепого копирования, без частичной адаптации к российскому законодательству). Большая часть акционерных соглашений так бы и оставались неформальными (см. таблицу 1). Такие условия создавали бы дополнительные возможности для оппортунистического поведения участников таких акционерных соглашений. Реализация этих возможностей учащала бы число обращений в суд. Судебные разбирательства как для компаний, так и для экономики в целом связаны с дополнительными издержками. Следование наработанной, преимущественно негативной, практике урегулирования данного вопроса между сторонами лишь усугубляло бы ситуацию, демонстрируя потенциальным инвесторам негибкость российского законодательства в отношении урегулирования проблем в корпоративном управлении.

Кардинальные институциональные изменения предполагали масштабную легализацию акционерных соглашений во всем их предметном и субъектном многообразии, в частности, расширение возможностей их применения, в том числе за счет возможного замещения устава акционерным соглашением в институциональной структуре фирмы. Если обратиться к предметному перечню акционерных соглашений, можно представить масштабность реализации данной альтернативы. Осуществление изменения по такому сценарию подразумевало то, что участниками акционерных соглашений могут быть любые стэйкхолдеры, главное, чтобы хотя бы один из них был



настоящим или будущим акционером. Более того, такой подход предлагает участникам выбирать применяемое право, как это распространено в мировой практике.

Главным преимуществом кардинальных институциональных изменений является создание конкурентных преимуществ институциональной среды для ведения бизнеса в России, что может положительно сказаться как на отдельных компаниях, так и на экономике в целом. Издержки реализации такого сценария связаны, во-первых, с тем, что значительная часть предмета акционерных соглашений противоречит императивным нормам действующего российского законодательства. Соответственно, абсолютное заимствование института предполагает внесение масштабных изменений в действующие нормативно-правовые акты, что будет сопряжено с большими издержками. В процессе тщательного проектирования и длительного обсуждения проекта изменения, на практике могут встречаться сложности с правоприменением и реализацией отдельных норм института в силу неучтенности отдельных аспектов.

Осуществление умеренных институциональных изменений связано с законодательным закреплением минимально необходимых аспектов для введения института акционерного соглашения. Основной целью данного сценария является введение самого института. Вопрос качества и эффективности является второстепенным. Иными словами, данная альтернатива предполагает институциональное изменение с минимальными издержками и минимальными рисками *ex ante* и *ex post*. На практике это может выражаться в том, что введение данного института не будет требовать существенных изменений действующих норм закона, а если и будет – то незначительных. С практической точки зрения этот вариант выглядит как легализация ряда договоренностей между акционерами (устных и письменных) с последующей возможностью судебной защиты их условий.

Выбор стратегии осуществления изменения происходил под влиянием групп интересов, прежде всего, различных государственных структур (Минэкономразвития, ФСФР, арбитражные суды) и зависимости от траектории предшествующего развития, которая обеспечила минимальный уровень издержек и минимальные риски *ex ante* и *ex post* реализации умеренного сценария. В свою очередь, зависимость от траектории предшествующего развития при осуществлении институциональных изменений в сфере регулирования акционерных соглашений обуславливалась, во-первых, ранее принятыми законодательными нормами в сфере регламентации отношений в институциональной структуре фирмы, во-вторых, выбором способа осуществления приватизации, который обусловил выбор модели корпоративного управления в России и ее последующее развитие. Первоначальная концентрация прав собственности у инсайдеров привела к тому, что на протяжении нескольких лет корпоративное управление идет по пути создания стимулов соблюдения интересов миноритарных акционеров. В связи с этим основной траекторией совершенствования корпоративного законодательства стала защита прав миноритарных акционеров и восполнение иных пробелов

корпоративного управления, связанных с возможностями оппортунистического поведения стэйкхолдеров. И, в-третьих, императивностью норм в российском законодательстве на практике проявляется как «все, что не разрешено - запрещено».

Анализ осуществляемого институционального изменения, находящегося на этапе становления, показал ряд барьеров на пути применения акционерных соглашений российскими компаниями. Часть из них связана с общими недостатками действующего корпоративного законодательства, а часть – с ограниченной рациональностью проектировщика институционального изменения. Повышению активности и эффективности применения института акционерных соглашений могут способствовать следующие изменения:

- ликвидация противоречия о применимом праве между договаривающимися сторонами;
- выработка действенных механизмов принуждения к исполнению условий акционерного соглашения;
- распространение возможности использования акционерных соглашений в тупиковых ситуациях;
- уведомление антимонопольного органа о заключении акционерного соглашения, которое привело к тому, что лицо или группа лиц прямо или косвенно получила контроль над определенной в антимонопольном законодательстве долей активов компании;
- обеспечение уровней доступа к информации о факте заключения акционерного соглашения и его содержании для заинтересованных групп лиц;
- внесение акционерного соглашения в перечень документов, необходимых для внесения записи в реестр об обременении ценных бумаг, а также переходе прав собственности на ценные бумаги по условиям акционерных соглашений.

Это минимальные изменения, которые необходимо внести в текущее корпоративное законодательства с целью повышения, с одной стороны, подконтрольности транзакций с использованием акционерных соглашений, а, с другой, повышения функциональности института акционерного соглашения и повышения привлекательности российского законодательства как важнейшей составляющей институциональной среды, в которой функционируют компании.

**По теме диссертации автором опубликованы следующие работы:**

1. Радченко Т.А. Влияние качества корпоративного управления на конкурентоспособность российских предприятий: роль акционерных соглашений // Экономическое развитие в современном мире: конкурентоспособность региона в глобальной экономике. Материалы Пятой Международной научно-практической конференции. – Екатеринбург: Издательство УрГУ, 2008. - 0,25 п.л.;
2. Шаститко А.Е., Радченко Т.А. Акционерные соглашения в системе корпоративного управления. – М.: МАКС Пресс, 2008. - 7,25 п.л. (из них 4 п.л. лично автора);
3. Шаститко А.Е., Радченко Т.А. Механизмы корпоративного управления: место акционерных соглашений // Вопросы экономики. 2008. №10. - 1 п.л. (из них 0,5 п.л. лично автора) – *Рекомендован ВАК*;
4. Радченко Т.А. Роль акционерных соглашений в венчурном бизнесе // Экономическое развитие в современном мире: Россия и Азия в условиях глобальной экономической нестабильности. Материалы шестой Международной научно - практической конференции. – Екатеринбург: Издательство УрГУ, 2009. - 0,2 п.л.;
5. Шаститко А.Е., Радченко Т.А. Акционерные соглашения: за и против / Шаститко А.Е. (ред.) Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 2. – М., НСКУ, 2009 - 12 п.л. (из них 0,5 п.л. лично автора);
6. Шаститко А.Е., Радченко Т.А. Корпоративное управление в компаниях с государственным участием // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления 2009. №12. - 0,25 п.л. (из них 0,1 п.л. лично автора);
7. Радченко Т.А. Новые институты корпоративного управления: акционерные соглашения // Сборник статей по материалам Третьей международной научной конференции «Инновационное развитие экономики России: роль университетов»: Том 3 / Под ред. В.П. Колесова, Л.А. Тутова. - М.: Экономический факультет МГУ; ТЕИС, 2010 - 0,5 п.л.;
8. Радченко Т.А., Шаститко А.Е. Корпоративное управление: жизнь без эталонов? / Шаститко А.Е. (ред.) Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 3. – М., НСКУ, 2010. - 12 п.л. (из них 0,5 п.л. лично автора);
9. Шаститко А.Е., Радченко Т.А. Структурные альтернативы оценки качества корпоративного управления // Российский журнал менеджмента. 2010. Том 8. №2. - С.3-20. - 1,5 п.л. (из них 0,7 п.л. лично автора) – *Рекомендован ВАК*.