

Сравнительно-правовой анализ корпоративного активизма в англосаксонской и континентальной моделях. Перспективы развития института в России

В. Т. Эминов

студент юридического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова»,
119992, Москва, Ленинские горы, д. 1, строение 13

E-mail: eminov-vakhid@mail.ru

Comparative Legal Analysis of Corporate Activism in the Anglo-Saxon and Continental Models. Prospects for the Development of the Institute in Russia

V. T. Eminov

Student of the Faculty of Law of Lomonosov Moscow State University

Address: Lomonosov Moscow State University, 1-13, Leninskiye Gory,
Moscow, 111992, Russian Federation.

E-mail: eminov-vakhid@mail.ru

Аннотация

Бурное развитие корпоративного права в современном мире делает корпоративное управление важнейшим аспектом успешности нынешних компаний. Корпоративный активизм или акционерный активизм подразумевается как часть системы корпоративного управления. Изменения в компании, наступившие в результате успешных действий акционеров-активистов, повышают стоимость акций, а следовательно, достигается общая цель – благоденствие компании. Однако изменения часто касаются именно неэффективного менеджмента, который в результате перестановок в корпорации смещается. Тем не менее корпоративный активизм можно считать механизмом, который призван если не уменьшить, то уж точно уравновесить акционеров и правление. Вместе с тем предметом данной работы является сравнительно-правовое исследование корпоративного активизма в США, Великобритании, Германии и Российской Федерации. Автором рассмотрены элементы корпоративного активизма, его цели, а также проведена параллель между теоретическими аспектами и практическим применением правил об акционерном активизме в мире. В статье исследуется состоятельность этого института в странах континентальной правовой модели, в частности в Германии и России. Особое внимание уделено перспективам развития корпоративного активизма в России. Сформулированы выводы о роли корпоративного активизма в деятельности корпораций в указанных юрисдикциях. В заключение сделан вывод об эффективности корпоративного активизма в странах англосаксонской правовой модели и о недостаточной проработанности норм и его слабом влиянии на корпоративное управление в Германии и Российской Федерации.

Ключевые слова: корпоративный активизм, акционерный активизм, элементы корпоративного активизма, корпоративное управление, акционеры, миноритарии, совет директоров, частные собрания, голосование по доверенности, представление предложений, подача судебных исков против компании, хедж-фонды, инсайдерская торговля, фондовый рынок, акции, корпорации.

Abstract

The rapid development of corporate law in the modern world makes corporate governance the most important aspect of the success of current companies. Corporate activism or shareholder activism is meant as part of the corporate governance system. Changes in the company that have occurred as a result of successful actions of activist shareholders increase the value of shares, and therefore, the overall goal is achieved - the welfare of the company. However, changes often concern precisely inefficient management, which, as a result of changes in the corporation, shifts. Nevertheless, corporate activism can be considered a mechanism that is designed, if not to reduce, then certainly to balance shareholders and the board. At the same time, the subject of this work is a comparative legal study of corporate activism in the USA, Great Britain, Germany and the Russian Federation.

The author considers the elements of corporate activism, its goals, and draws a parallel between the theoretical aspects and the practical application of the rules on shareholder activism in the world. The article examines the viability of this institution in the countries of the continental legal model, in particular in Germany and the Russian Federation. Special attention is paid to the prospects for the development of corporate activism in the Russian Federation. Conclusions are formulated about the role of corporate activism on the activities of corporations in these jurisdictions. In conclusion, the author concludes about the effectiveness of corporate activism in the countries of the Anglo-Saxon legal model and the lack of elaboration of norms and its weak influence on corporate governance in Germany and the Russian Federation.

Keywords: corporate activism, shareholder activism, elements of corporate activism, corporate governance, shareholders, minority shareholders, board of directors, private meetings, proxy voting, submitting proposals, legal actions against the company, hedge funds, insider trading, stock market, stocks, corporations.

Развитие корпоративных отношений в современном мире влечет за собой усложнение их структурных элементов. Корпоративный активизм, являясь частью корпоративных взаимоотношений, в то же время имеет и собственный набор правил, которые определяют его место в этой системе. Корпоративный активизм или акционерный активизм, по определению Европейского института корпоративного управления, – это способ, с помощью которого акционеры могут заявить о своей власти как владельцы компании, с тем чтобы влиять на ее поведение [13]. Более глубокий подход к пониманию корпоративного активизма рассматривает его как действия, предпринимаемые акционерами с явным намерением повлиять на политику и практику корпораций, но не как скрытые намерения, выразившиеся в определенном торговом поведении [16]. Некоторые исследователи видят корень вышеупомянутого института в разделении собственности и полномочий управления, что неизбежно создает противоречия между субъектами¹. Другие считают, что из-за того что в компании совет директоров играет важную роль (ввиду его связанности с фидуциарными обязательствами перед акционерами, которые включают ответственность за наем, увольнение и наблюдение за высшим руководством), потребность в акционерном активизме возникает, когда совет директоров не справляется с этими задачами [15].

Цель корпоративного активизма может заключаться в решении вопросов управления, включая: вознаграждение и другие вопросы корпоративного управления; повышение

эффективности бизнеса; изменение стратегии компании; отстранение одного или нескольких директоров или назначение новых директоров [13]. При этом тактики акционерных активистов могут иметь разные формы. Это, например, диалог с руководством компании в целях достижения консенсуса по конкретным изменениям, направленным на повышение стоимости компании, прежде чем проводить публичные кампании в средствах массовой информации [12]. Отдельного упоминания в области активистских действий достойна деятельность хедж-фондов, о чем будет сказано ниже. Резюмируя вышесказанное отметим, что цель подобных действий сводится к одному результату – повышению доходности акций.

В качестве элементов акционерного активизма выделяют:

- 1) частные собрания (private meetings);
- 2) голосование по доверенности (proxy voting);
- 3) представление предложений (submitting proposals);
- 4) подача судебных исков против компании (legal actions against the company).

Более емкий взгляд различает два различных подхода активизма: 1) представление предложений акционеров по вопросам корпоративного управления на годовом собрании акционеров компании; 2) привлечение менеджеров или совета директоров конкретной фирмы для достижения изменений в управлении или стратегии².

В доктрине возникают споры о том, является ли деятельность акционерных активистов благом или злом. Бейнбридж считает, что правление

¹ Bainbridge St. M. Shareholder Activism and Institutional Investors. – 2005. – С. 6.

² Black B. S. Shareholder activism and corporate governance in the United States. – 1997. – С. 3–11.

должно быть единственным и центральным органом для осуществления полномочий по принятию решений¹. Он рассматривает активность акционеров как нечто такое, что может нанести ущерб авторитету совета директоров, и поэтому акционеры не должны играть никакой роли в корпоративном управлении, поскольку те не обладают достаточным количеством ресурсов, чтобы здраво оценивать внешнюю обстановку. Блэк же говорит о том, что активизм институциональных инвесторов не оказывает существенного влияния на результаты деятельности фирмы, поскольку это не может заменить корпоративный контроль². С другой стороны, всю большую популярность приобретает взгляд на компанию как на заинтересованную сторону, что обусловлено позицией о том, что современная корпорация нуждается в более эффективном управлении в интересах всего общества и поэтому возникает необходимость в таких акционерах-активистах [13].

Само явление корпоративного активизма зародилось еще в XVII в., и считается, что первым акционерным активистом является Исаак ле Мэр, который был нидерландским предпринимателем. Он предпринял попытку обвалить курс акций голландской VOC, которая торговала с голландской Ост-Индией и в которой он занимал раньше руководящую должность [1]. Однако будучи обвиненным в совершении действий, которые принесли ущерб компании и исключительные выгоды Исааку, он вынужден был уйти в отставку. После этого он участвовал в создании уже французской Ост-Индской компании, целью чего было конкурирование с VOC, чтобы в дальнейшем играть на понижение акциями последней, что в конечном итоге и получилось, но лишь на определенный период. Из сказанного видно, что действия нидерландского торговца можно лишь с трудом назвать корпоративным активизмом, но здесь данный институт имел как раз только зачаточное положение.

Акционерный активизм лежит в плоскости корпоративного управления³, имеющего системное значение для корпоративного права в целом и для корпоративного активизма в частности, поскольку все чаще отдельные участники корпораций вовлекаются в управление ею [5]. В связи с этим в 1990-х гг. с развитием рынка ценных бумаг и влиянием англо-американского права начинается процесс, в котором увеличивается роль самих акционеров-инвесторов, благодаря чему они получают все больший набор прав [4]. До этого времени положение участников корпораций менялось неоднократно. Примером является выработанный принцип большинства, на основе которого подавляющее большинство акционеров могли принять решения, минуя интересы меньшинства.

Этот принцип породил целый ряд дискуссий и вопросов. Еще в начале XX в. в Российской империи сенатом было рассмотрено дело, где было признано, что по решению большинства акционеров в устав могут быть внесены изменения, первоначально не предусмотренные уставом [4]. Уже спустя некоторое время были созданы механизмы, защищающие интересы акционеров: установление квалифицированного количества голосов (иногда даже единогласия для принятия решений по наиболее важным вопросам), принцип равного отношения к участникам (акционерам), правила, регулирующие процедуры проведения собраний. Поэтому мы можем сказать, что уже в начале прошлого столетия мир был озадачен положением акционеров и был на пути создания способов их защиты.

Но что именно понимается под корпоративным управлением? Е. А. Суханов определяет систему корпоративного управления как «систему и компетенцию создаваемых в силу указаний закона органов корпораций как юридических лиц гражданского права»⁴. И. С. Шиткина видит в корпоративном управлении набор способов воздействия или процесс, посредством которого упорядочивается

¹ Bainbridge St. M. Shareholder Activism and Institutional Investors. – 2005. – С. 6.

² См. : Black B. S. Shareholder activism and corporate governance in the United States. – 1997. – С. 3–11.

³ См. : Cheffins B. R. The History of Corporate Governance. – 2012. – С. 26.

⁴ Суханов Е. А. Сравнительное корпоративное право. – М., 2014.

деятельность юридических лиц¹. Д. В. Ломакин считает, что управление организацией подразумевает выработку ведущих векторов ее развития, постановку целей и путей их достижения [5].

Важная особенность корпоративного управления состоит в том, что оно очерчивается ровно той границей, которая охватывает организационно-правовую форму определенной организации.

Что касается моделей корпоративного управления, то их выделяют две: двухзвенная (романская или французская) и трехзвенная (германская)². Первая модель представляет собой наличие в качестве органов управления организацией общего собрания участников (волеобразующий орган) и единоличного исполнительного органа (волеизъявляющий орган). К этому единоличному исполнительному органу также может добавляться постоянно действующий коллегиальный орган (совет или правление).

В США и Великобритании корпоративный активизм имел собственную историю. В начале XX в. в США финансовые институты играли активную роль в управлении корпорациями, однако в последующие три или четыре десятилетия ввиду принятых законов существенно снизилась их роль в деятельности частных компаний, но уже в 40-х гг. прошлого столетия роль акционеров в управлении начинает возрастать, а в 1980-х гг. появляются уже так называемые корпоративные рейдеры – активисты, которые использовали рынок для корпоративного контроля, чтобы попытаться навязать «свою игру» совету директоров и руководству [15].

Среди ряда факторов развития акционерного активизма в Великобритании называют не только направленность на получение прибыли от инвестиций, но и политический акцент на то, что акционеры являются частью системы управления [13]. Таким образом, политическая поддержка играет важную роль в поощрении активизма акционеров.

Учитывая важность закрытых встреч, регулирующие органы, директивные органы и торговые организации должны призывать к более частому общению между советом директоров и акционерами. Кодекс корпоративного управления Великобритании рекомендует, чтобы «правление в целом несло ответственность за проведение удовлетворительного диалога с институциональными акционерами, чтобы понять их проблемы»³. Здесь важно упомянуть, что не всякая информация может быть дана инвесторам, поскольку есть правила раскрытия информации (FCA Disclosure Rules) и правило прозрачности (Transparency Rule). Похожие правила действуют и в США, где в 2000 г. был принят закон о справедливом раскрытии информации (The Regulation Fair Disclosure). Этот закон запрещает менеджерам в частном порядке передавать существенную информацию инвесторам.

Когда попытка «за кулисами» уладить какие-либо спорные вопросы с компанией терпит неудачу, акционеры могут использовать другие законные права для решения проблем. Например, представление предложений (submitting proposals) – еще один элемент акционерного активизма. Этот способ позволяет акционерам высказывать свои собственные опасения, тем самым определять повестку дня [13]. В 1970 г. решением федерального суда было разрешено с помощью предложений акционеров запретить продажу напалма компанией Dow Chemical [19]. В отличие от голосования по доверенности (proxy voting), которое проводится только «за» или «против» исполнительной власти, представление предложений позволяет акционерам голосовать по тем вопросам, которые, по их мнению, необходимо рассмотреть. В Великобритании законодательство⁴ разрешает акционерам, которые представляют не менее 5% от общего числа голосов всех участников или не менее 100 участников, которые имеют право голосовать по решению на годовом общем собрании, на которое выносятся предложения, и владеют акциями компании, по которым была выплачена

¹ Корпоративное право : учебный курс : в 2 т. / Отв. ред. И. С. Шиткина. – Т. 2. – М. : Статут, 2017. – С 151.

² См. : Суханов Е. А. Сравнительное корпоративное право. – М., 2014.

³ The UK Corporate Governance Code (2016). Е. 1. – URL: <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf> (дата обращения: 24.02.2022).

⁴ URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/338> (дата обращения 27.02.2022).

средняя сумма на одного участника не менее 100 фунтов стерлингов, выдвигать решение для рассмотрения на следующем годовом общем собрании.

В США представление предложений акционеров рассматривается как механизм управления¹. Так, правило 14a-8 комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission) разрешает акционеру представлять предложения из 500 слов в заявлении о доверенности, распространяемом компанией для ее ежегодного собрания акционеров. Однако акционер не может использовать правило 14a-8 для выдвижения кандидатов в совет директоров. Предложения также иногда представляются индивидуальными инвесторами или профсоюзами, которые знают, что они могут рассчитывать на поддержку со стороны учреждений голосованием².

Такие предложения акционеров носят рекомендательный характер, а это означает, что даже если предложения будут приняты со 100% голосов, руководство не обязано выполнять их. Тем не менее представление предложений сохраняет за собой репутацию неэффективного и редко применяемого механизма, поскольку законодательство прописывает достаточно «высокий порог» для представлений предложений. Многим акционерам перед своими инициативными действиями необходимо заручиться поддержкой других участников фирмы, что те делают неохотно [13].

Исследователи отмечают и характерную черту акционерного активизма в США – отсутствие консолидированных действий между акционерами, в отличие от Великобритании, где скоординированные институциональные инвесторы часто обращаются к компании совместно, чтобы усилить свое влияние. Также активизм акционеров в Соединенных Штатах Америки исходит в основном от крупных финансовых институтов, а не от частных лиц³.

Активизм акционеров, осуществляемый через «процесс доверенности» (*proxy process*),

подвергается значительному управленческому контролю, поскольку менеджеры имеют возможность влиять как на явку избирателей, так и на результаты [11]. Они могут сделать это, исключив предложения акционеров из доверенности и наняв доверенных адвокатов, чтобы заручиться поддержкой своей позиции.

В случае если не помог ни один из вышеперечисленных способов, акционеры могут прибегнуть уже к юридическим действиям, начав судебный процесс.

На данный момент даже существует организация, которая действует в качестве лоббистской группы по защите прав акционеров, использующих в том числе механизмы акционерного активизма – Совет институциональных инвесторов, сформированный еще в 1985 г. Изначально Совет создавался как организация в основном для государственных пенсионных фондов. В настоящее время он состоит из более чем 140 государственных, трудовых и корпоративных пенсионных фондов, которые контролируют финансовые активы на сумму свыше 3 трлн долларов.

Далее попробуем раскрыть акционерный активизм хедж-фондов. Хедж-фонды представляют собой частные пулы капитала, которые используют различные торговые стратегии с целью получения избыточной прибыли. Хедж-фонды работают в соответствии с программой абсолютной доходности, что означает, что они должны максимизировать преимущества и минимизировать недостатки, используя различные стратегии, такие как хеджирование [13]. Поэтому часто хедж-фонды используют наступательную стратегию, когда инвесторы, которые сначала владеют небольшой частью акций, агрессивно наращивают свои активы в расчете на то, что произойдут какие-то существенные изменения и, таким образом, вернут их с огромной прибылью [10]. Наступательный активизм носит упреждающий характер и отличается от защитного активизма, который направлен на устранение проблем внутри самой компании. Действия хедж-фондов обычно начинается с неформального контакта с компаниями с целью налаживания диалога с инвесторами и руководителями. Этот первоначальный контакт не носит конфронтационного характера [19]. Для оказания давления хедж-фонды могут использовать

¹ Securities and Exchange Act of 1934. – URL: https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934 (дата обращения: 28.02.2022).

² См. : Black B. S. Shareholder activism and corporate governance in the United States. – 1997. – С. 3–11.

³ См. : Black B. S. Shareholder activism and corporate governance in the United States. – 1997. – С. 3–11.

различные стратегии, из которых наиболее распространенным является написание писем руководству с перечислением недостатков, замеченных активистами хедж-фондов. Среди примеров акционерного активизма можно выделить противостояние хедж-фонда Карла Айкана и менеджмента компании Mylan Laboratories по поводу приобретения King Pharmaceuticals.

Так или иначе, оценить эффективность деятельности акционерных активистов довольно сложно. Среди причин называют, во-первых, проблематичность выявления случаев активизма акционеров, например когда активисты ведут переговоры за кулисами и когда внешних признаков этой деятельности может и не быть [15].

Во-вторых, трудно установить причинно-следственную связь между проявленным активизмом акционеров и последующими изменениями в управлении, а также между такими изменениями в управлении и изменениями в корпоративной деятельности.

Акционерный активизм в странах англосаксонской правовой модели занимает важное место в системе корпоративного управления, являясь механизмом, который проходил определенные стадии эволюции. Однако роль этого института в разные периоды истории различалась. Тем не менее активизм акционеров представляет собой явление, имеющее контрастный характер, что особенно проявляется во многих противоположных мнениях исследователей по поводу эффективности и необходимости его существования. Определенно можно сказать, что в вышеупомянутых странах, а особенно в США, корпоративный активизм обладает независимостью от других правовых явлений, что дает нам возможность говорить о нем как о самостоятельном и состоятельном институте.

Несмотря на развитость корпоративного активизма в странах англосаксонской правовой модели, он не остается присущим лишь США и Великобритании. Свое дальнейшее поступательное развитие акционерный активизм получает и на Европейском континенте.

Характерным примером корпоративного активизма в Германии является кампания, проведенная против производителя лекарств Stada Arzneimittel AG [14].

С 1993 г. доминирующей фигурой в руководстве фирмы был Хартмут Ретцлафф в

качестве председателя исполнительного совета. Х. Ретцлафф в 2014 г. имел ежегодный бонус в размере 7 млн евро, что довольно много для фирмы с объемом продаж и рыночной капитализацией около 2 млрд евро¹. Поступали также утверждения о том, что Ретцлафф ненадлежащим образом продвигал карьеру своего сына в Stada [14]. С течением времени приобретались небольшие доли акций фармацевтической компании различными фондами. После состоявшегося собрания акционеров 26 августа 2016 г. был принят ряд важных решений, благодаря деятельности активистов: избрание новых членов в наблюдательный совет и снятие ограничений на передачу акций [14]. Уже после этого было принято решение о поглощении компании со стороны частных инвесторов. В этом процессе непосредственное участие принимали акционерные активисты, которые ввиду предпринятых действий увеличили стоимость акций Stada. Нововведением в акционерном активизме немецкого толка является деятельность по вмешательству в текущее приобретение с целью выжать из покупателя более привлекательную цену [14]. Такая стратегия зиждется на накоплении пакета акций на этапе поглощения, чтобы предотвратить достижение порога принятия решения о поглощении.

В случае со Stada отражены основные черты действий активистов [14]: 1) накопление и концентрация акций фирмы, которые, по их мнению, имеют потенциал для роста; 2) давление на руководство и своих коллег-акционеров, чтобы добиться изменений, которые они считают необходимыми для реализации потенциала; 3) продажа акций по высокой цене.

В части вопроса о регулировании деятельности акционерных активистов в Германии важно требование о раскрытии своей личности и пакетов акций при пересечении определенных пороговых значений². Поскольку активисты строят репутацию на своих

¹ Stada Arzneimittel, Annual financial statements of December 31, 2014 and Management report for financial year 2014. – URL: <https://www.stada.com/investor-relations/financial-publications/financial-reports>

² Foreign Trade and Payments Ordinance. § 55–62. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_awv/ (дата обращения: 02.03.2022).

неоднократных успехах, их приход сигнализирует другим инвесторам о том, что грядут изменения в корпоративной стратегии, что в конечном итоге может повысить стоимость фирмы. Ожидая такого исхода цена акций растет и препятствует дальнейшему расширению доли активистов, необходимой для влияния на руководство и получения прибыли от этого [14]. На наш взгляд, данное требование имеет, скорее, негативное влияние на деятельность активистов, поскольку часто активисты действуют за пределами общественной огласки, что позволяет им сосредоточиться на задуманном и реализовать свои цели.

Законодательство Германии обязывает акционера, чья доля превышает порог 10% (или более высокий), предоставлять информацию о целях, преследуемых при покупке права голоса, и источнике средств, используемых для приобретения права голоса, в течение 20 торговых дней¹. В отношении целей, преследуемых при приобретении права голоса, сторона, на которую распространяется требование об уведомлении, должна раскрыть: 1) служат ли инвестиции для достижения стратегических целей или получения торговой прибыли; 2) планируется ли приобретение дополнительных прав голоса в течение следующих двенадцати месяцев путем покупки или другими способами; 3) намерено ли лицо оказывать влияние на назначение или отстранение от должности членов административных, управляющих и надзорных органов организации.

Регламент ЕС о злоупотреблениях на рынке (Market Abuse Regulation EU) регулирует инсайдерскую торговлю. Так, лицо не должно²: а) участвовать или пытаться участвовать в инсайдерских сделках, б) рекомендовать другому лицу участвовать в инсайдерских сделках или побуждать другое лицо участвовать в инсайдерских сделках или в) незаконно раскрывать инсайдерскую информацию. Как отмечают исследователи, это фактически лишает

активистов возможности приобретать или расширять долю, если они, например, получили соответствующую непубличную информацию от директоров корпорации [14]. Однако если лицо имеет намерение торговать, то это намерение не подпадает под запрет на инсайдерскую торговлю³. Особенность этого правила в том, что использование инсайдерской информации подразумевает получение несправедливой выгоды, а исходя из мнений ученых [14] речь в данной статье идет о собственном торговом поведении без стремления получить несправедливую выгоду.

Одним из самых сильных рычагов давления акционеров на корпоративное управление компаний, пожалуй, было и остается общее собрание акционеров, на котором, например, решаются вопросы избрания и увольнения директоров наблюдательного совета⁴. Наблюдательный совет, в свою очередь, формирует совет директоров⁵. Акционерные активисты редко набирают большинство голосов на собрании акционеров, но их влияние проистекает из того, что они предлагают своим коллегам-акционерам и, возможно, также самим действующим менеджерам альтернативные стратегии управления [14]. Акционеры также, согласно законодательству ЕС, имеют, например, права требовать собрания акционеров или добавлять пункты в повестку дня (§ 122 SCA – shareholders meeting or item requests); распространять встречные предложения среди других акционеров (§ 126, 127 SCA – dissemination of counterproposals); требовать отдельного голосования по увольнению отдельных директоров (§ 120 SCA – discharge vote).

После собрания акционеров отдельные акционеры могут оспорить любое решение в связи с нарушением процессуального или материального права, в том числе фидуциарных обязанностей других акционеров и устава

¹ Securities Trading Act (STA). § 43. – URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html (дата обращения: 02.03.2022).

² Market Abuse Regulation No 596/2014. Art. 14. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32014R0596> (дата обращения 01.03.2022).

³ Market Abuse Regulation No 596/2014. Art. 9 (5). – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32014R0596> (дата обращения: 01.03.2022).

⁴ Stock Corporation Act (SCA), Aktiengesetz, AktG. § 102, 103. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/ (дата обращения: 02.03.2022).

⁵ Stock Corporation Act (SCA), Aktiengesetz, AktG. § 84. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/ (дата обращения: 02.03.2022).

компании¹.

К тому же закон об акционерных обществах обязывает руководство раскрывать по запросу на собрании акционеров любую информацию, которая ранее была предоставлена акционеру в этом качестве².

Недавним иным довольно интересным и показательным примером корпоративного активизма в странах континентальной правовой модели является ситуация, сложившаяся вокруг крупнейшей польской холдинговой компании, специализирующейся на издательстве, локализации и разработке компьютерных игр, – CD Projekt, чья стоимость в мае 2020 г. достигла 8,1 млрд долларов. В декабре 2021 г. издательство компьютерных игр выпустило свой главный флагман – игру «Cyberpunk 2077», разработка которой длилась 8 лет и стоила около 320 млн долларов, что сделало ее самым дорогим игровым продуктом в истории [7]. Однако все пошло не так, как планировалось, и релиз игры был омрачен для польской компании, поскольку «Cyberpunk 2077» был очень далек от готового состояния. Это привело к недовольству покупателей, которые начали оформлять возврат средств за купленную игру, удалению игры из электронного магазина Playstation Store, мощному удару по стоимости CD Projekt (ее акции потеряли в стоимости 54%) и ее репутации [17].

Касаясь предмета исследования настоящей работы, британская компания Abri Advisors, которая является акционером компании CD Projekt, написала письмо студии, выразив «крайнюю тревогу и недоверие в связи с событиями в компании за последние 12 месяцев» от имени всех акционеров [18].

Главный исполнительный директор Abri Advisors также заявил, что попросит других акционеров заменить наблюдательный совет, если генеральный директор CD Projekt Адам Кичински и его заместитель Марчин Ивински не будут немедленно отозваны. Помимо этого, польское игровое издательство встретилось с исками, которые были поданы против него в

окружной суд Калифорнии инвесторами, потерявшими деньги, делая ставки на успех Cyberpunk [22]. Они обвинили CD Projekt и ее менеджеров в том, что они ввели инвесторов в заблуждение, заявив, что игра была завершена. Важно сделать оговорку, что истцы напрямую не владеют акциями CD Projekt. Они купили американские депозитарные расписки, которые торгуются на биржах США.

Корпоративный активизм в странах континентальной правовой модели, на наш взгляд, носит не совсем самостоятельный характер. Правила акционерного активизма повсеместно находятся на линии пересечения других институтов, например инсайдерской торговли. Вместе с этим корпоративный активизм может нести негативные долгосрочные последствия для деятельности определенных фирм, а также для заинтересованных сторон помимо инвесторов. Основная задача законодательства – провести четкую границу и наметить баланс между подобными особенностями акционерного активизма, чтобы свести к минимуму проигрышные действия, увеличив его благоприятность для различных организаций.

Несмотря на развитие и распространенность акционерного активизма в западных странах, в России он, к сожалению, не снискал широкой популярности. Основными причинами такой ситуации являются: 1) слабая защита прав собственности и прав миноритариев; 2) фондовый рынок России относительно молодой, что затрудняет для активистов возможность статистически отследить доходность акций компании; 3) концентрированное владение, так как зачастую контрольный пакет акций принадлежит одному или нескольким связанным между собой лицами; 4) высокая доля государственного владения в публичных компаниях [6].

Участие акционеров в управлении является фундаментальным правом и важнейшим механизмом в системе корпоративного управления, однако, если говорить о российской практике, то для нее характерна «пассивная позиция неконтролирующих акционеров в части голосования на общих собраниях акционеров», как отмечается в докладе Банка России³.

¹ Stock Corporation Act (SCA), Aktiengesetz, AktG. § 243, 245, 246. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/ (дата обращения: 02.03.2022).

² Stock Corporation Act (SCA), Aktiengesetz, AktG. § 131. – URL: https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/ (дата обращения: 02.03.2022).

³ Доклад для общественных консультаций «О подходах к стимулированию активности инвесторов акционеров и

В исследовании «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием государства, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг», которое было проведено научно-учебной лабораторией исследований в области бизнес-коммуникаций Национального университета «Высшая школа экономики» и Ассоциацией профессиональных инвесторов (АПИ), была выявлена низкая активность миноритарных акционеров крупных российских корпораций в сфере голосования на годовых общих собраниях акционеров (около 15–30 %) [3].

Среди причин подобной пассивности акционеров, согласно вышеуказанному докладу Банка России, выделяют: 1) приватизационная основа формирования российского рынка акций, из-за чего большая часть населения является миноритарными акционерами; 2) отсутствие должной финансовой грамотности акционеров; 3) отсутствие обязанности акционеров участвовать в общем собрании; 4) несоразмерно высокие издержки от управления¹.

Одним из самых громких случаев корпоративного активизма в российской практике принято считать деятельность инвестиционного фонда Hermitage Capital Management, среди основателей которого был Уильям Браудер. Если в западной литературе принято считать действия этого фонда успешными, то в российском медийном и правовом пространстве не все так однозначно². Так, Hermitage Capital участвовал в 1999–2004 гг. в покупке акций «Газпрома», и, как позже установило следствие, Браудер стремился осуществить «стратегическое проникновение и дальнейшее влияние на газового монополиста, являющегося основным налогоплательщиком в РФ» [2]. Возбужденное впоследствии уголовное дело в отношении основателя инвестиционного фонда побудило его покинуть пределы России. Никаких значимых изменений в том же «Газпроме» не произошло.

Другим акционерным активистом в России в свое время являлась инвестиционная группа United Capital Group Partners (UCP), которая в

2013 г. купила 48% акций социальной сети «ВКонтакте» в пределах 900 млн долларов [9]. Затем активистская компания обвинила основателя соцсети Павла Дурова «в завышенных личных расходах и конфликте интересов в связи с проектом мессенджера Telegram» [8].

Сложившиеся противоречия завершились продажей доли UCP другой компании – Mail.ru Group уже за 1,47 млрд долларов. Из проиллюстрированного примера можно подметить успешную реализацию главного принципа любого акционера – купить как можно дешевле, а продать как можно дороже.

Акционерные общества в Российской Федерации получили свое зарождение в связи с коренными изменениями в политической, экономической сферах в 1990-х гг. прошлого столетия. При этом подобные изменения имели собственные отличительные черты, одной из которых является приватизационная основа формирования крупных корпораций, чьи правила управления имели схожий, но все-таки иной характер в сравнении с западными фирмами. Экономика современной России – это экономика переходного типа, где все еще значительная доля рынка принадлежит государству. По этой причине многие акционеры не спешат сталкиваться с административными методами принуждения государственных органов, и, как следствие, меньшее количество частного капитала в крупных корпорациях тормозит развитие акционерных обществ. Отсюда непопулярность акционерного активизма как явления, способного побудить руководство фирм к крупным сдвигам.

Корпоративный активизм – явление, имеющее сложный, комплексный и неоднородный характер в разных странах. Если в США, Великобритании правила о нем урегулированы достаточно, чтобы назвать его самостоятельным институтом, то в странах континентальной правовой модели (Германия, Россия) еще рано говорить об этом, поскольку нормы об акционерном активизме находятся в тесном переплетении с другими институтами с более глубокой законодательной проработкой.

Невозможно игнорировать пользу акционерного активизма, которая достигается благодаря действиям соответствующих акционеров, что было проиллюстрировано

инвесторов по участию в управлении российскими публичными акционерными обществами» // Банк России. – М., 2017.

¹ Там же.

² Dyck A., Volchkova N., Zingales L. The Corporate governance role of the media. Evidence from Russia. – 2006.

успешными кампаниями активистов в исследованных юрисдикциях.

Противоречия, возникающие между менеджментом компании и акционерами, могут приобретать все новую силу с использованием этого явления ввиду его направленности именно на неэффективное правление. Однако точно

можно сказать, что и тем, и другим следует выстраивать сотрудничество в кризисной ситуации.

Список литературы

1. Велувенкамп Я. В., Мэр И. лэ. Архангельск. Нидерландские предприниматели в России. 1550–1785. – М. : Российская политическая энциклопедия, 2006. – URL: <https://statehistory.ru> (дата обращения: 15.02.2022).
2. Второе дело Браудера в России: хищение акций «Газпрома» // РИА Новости. – URL: <https://ria.ru/20130305/925918569.html> (дата обращения: 05.03.2022).
3. Кириллина В. Н. Обзор исследования «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием государства, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг» // Бизнес. Общество. Власть. – 2017. – № 1 (26).
4. Кузнецов А. А. Пределы автономии воли в корпоративном праве: краткий очерк. – М. : Статут, 2017. – С. 21–46.
5. Ломакин Д. В. Фидуциарные обязанности участников корпоративных отношений: за и против // Гражданское право. – 2019. – № 4.
6. Милинчук А. А. Инвестиционный активизм: краткий обзор // Корпоративные финансы. – 2009.
7. Самитов А. Отчет CD Projekt: продажи «Ведьмака 3» превысили 30 миллионов, а бюджет Cyberpunk 2077 – 320 миллионов долларов. – URL: <https://dtf.ru/gameindustry/711341-otchet-cd-projekt-prodazhi-vedmaka-3-prevysili-30-millionov-a-byudzh-et-cyberpunk-2077-320-millionov-dollarov> (дата обращения: 04.03.2022).
8. Сафронов А. Провокаторы рыночного движения: чем занимаются инвесторы-активисты // РБК. – 2019. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/training/5ddd164c9a79473c74f5f49d> (дата обращения: 04.03.2022).
9. Ярош Ю., Калюков Е. Mail.ru Group выкупила 48% акций «ВКонтакте» у UCP за 1,47 млрд долларов // РБК Экономика. – 2014. – URL: <https://www.rbc.ru/economics/16/09/2014/5704223a9a794760d3d41850> (дата обращения: 05.03.2022).
10. Armour J., Brian R. Cheffins The Rise and Fall of Shareholder Activism by Hedge Funds // The Journal of Alternative Investments. – 2012. – N 14 (3). – P. 17–27. – DOI: <https://doi.org/10.3905/jai.2012.14.3.017>
11. Bethel J. E., Gillan St. L. The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting // Financial Management. – 2002. – Vol. 31. – N 4 – P. 29–54. – URL: https://www.jstor.org/stable/3666173?seq=1#metadata_info_tab_contents
12. Cloyd M. A. Shareholder Activism: Who, What, When, and How? // Harvard Law School Forum on Corporate Governance. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/07/shareholder-activism-who-what-when-and-how/>
13. Ding Ya. The role of institutional shareholder activism in corporate governance: a comparative study of the UK and US and China / University of Glasgow. – 2018. – С. 93–173.
14. Engert A. Shareholder activism in Germany // SSRN Electronic Journal. – 2019.
15. Gillan St. L., Starks L. T. The Evolution of Shareholder Activism in the United States // Journal of Applied Corporate Finance. – 2007. – С. 3–17.
16. Goranova Maria L., Verstegen R. L. Shareholder Activism // A Multidisciplinary Review Journal of Management. – 2014. – С. 5.
17. Krasuski K. Year After Cyberpunk Debut, CD Projekt No Nearer Redemption // Bloomberg. – 10.12.2021. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-10/a-year-on-from-cyberpunk-fiasco-cd-projekt-no-nearer-redemption>

18. *Martewicz M.* Activist Investor Wants Heads to Roll After \$6.2 Billion Cyberpunk Fiasco // Bloomberg. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-07/activist-wants-heads-to-roll-after-6-2-billion-cyberpunk-fiasco>

19. *Tonello M.* Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors // SSRN Electronic Journal. – 2008.