

# Корпоративный контроль в российском и зарубежном праве: взаимосвязь права и экономики



**С.А. Сеницын**

Ведущий научный сотрудник, отдел гражданского законодательства и процесса Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации, доктор юридических наук. Адрес: 117218, Российская Федерация, Москва, ул. Б. Черемушкинская, 34. E-mail: synss@mail.ru



## **Аннотация**

Убыстряющиеся темпы развития социально-экономических отношений являются мощным импульсом модернизации законодательства, которое в условиях глобализации рынков должно не только сохранить свойства стабильности, обеспечивая баланс частных и публичных интересов, но и создавать условия для дальнейшего развития предпринимательства. Проектируемые законодательством модели регулирования корпоративных отношений и контроля находятся в зоне пристального внимания бизнеса, регуляторов, юридической общественности. За всю историю развития корпоративного права законодателем не найдена оптимальная форма сочетания диспозитивного и императивного регулирования корпоративных правоотношений, обеспечивающая адекватное отражение экономических реалий и разрешение конфликта разнонаправленных интересов участников корпоративных отношений. Актуальными остаются вопросы выбора приоритета правоохраняемых интересов, определения пределов осуществления и защиты корпоративных прав, поиска допустимых форм концентрации и реализации корпоративного контроля в предпринимательской деятельности. Рынку известен широкий арсенал разнофункциональных договорных способов приобретения и расщепления корпоративного контроля (РЕПО, займ акций, опционы, свопы, деривативы, договоры на разницу ценных бумаг, титульное обеспечение, доверительная собственность и управление акциями и др.), обеспечивающих частные интересы инвесторов и кредиторов. Однако обеспечение свободы реализации частного интереса в выборе модели корпоративного контроля предполагает соблюдение публичного интереса стабильности оборота и охраны неопределенного круга лиц, в нем участвующих. Это может быть обеспечено за счет обязательного публичного раскрытия сведений о корпоративном контроле в корпорации. В современных условиях правовое регулирование концентрации и реализации корпоративного контроля является предпосылкой создания здорового инвестиционного и делового климата в экономике, гарантий интересов инвесторов и участников корпорации, что должно приниматься в расчет при развитии корпоративного законодательства. Определение и разграничения экономического содержания и юридической формы корпоративного контроля необходимо для дальнейшего развития механизмов и моделей осуществления и защиты корпоративных прав. Правовая регламентация корпоративного контроля не является однородной

и не исчерпывается только предметом гражданско-правового регулирования корпоративных отношений. По отраслевой принадлежности отдельные сегменты отношений корпоративного контроля могут регулироваться конкурентным и финансовым правом.

---



### **Ключевые слова**

корпоративное право, юридическое и экономическое содержание корпоративного контроля, рынок, корпоративные правоотношения, императивность, диспозитивность.

---

---

**Для цитирования:** Сеницын С.А. Корпоративный контроль в российском и зарубежном праве: взаимосвязь права и экономики // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2021. № 1. С. 4–36.

УДК: 347

DOI: 10.17323/2072-8166.2021.1.4.36

## **Введение**

Современное развитие предпринимательства и рынка в условиях интернационализации капиталов ставят задачи перед законодательством и правовой наукой в поиске новых инструментов регулирования усложняющихся корпоративных отношений. Выбор регуляторов требует всестороннего исследования экономической основы и юридической формы отношений корпоративного контроля, что предполагает комбинированное использование методологии юридических и экономических наук. Излагаемый подход объясняет структуру исследования, позволяя сконцентрироваться на рассмотрении важных вопросов теории корпоративного права, правоприменительной практики и законодательства.

## **1. Корпоративный контроль как объект правового регулирования: подходы, формы**

Теория и практика современного корпоративного права, развивая нормы закона об особенностях осуществления и защиты корпоративных прав, пресечении и предупреждении правонарушений, режимах деятельности юридических лиц, создали предпосылки трансформации классического понимания сути корпоративных правоотношений, статуса, баланса интересов, рисков и ответственности их участников. В фокусе внимания оказались вопросы правового регулирования форм, содержания, осуществления корпоративного контроля как «одной из самых главных, центральных категорий корпоративного права, корпоративных финансов и корпоративных отно-

шений вообще» [Степанов Д.И., 2009: 143]. Есть мнение, что контроль следует отнести к важнейшей предпринимательской ценности [Осипенко О.В., 2014: 2]. Впрочем, приверженность такому подходу заставляет определиться со значением и контекстом понятия контроля: объем и пределы осуществления экономической власти, объект правового регулирования, полномочия органов юридического лица, компетенция органов государственной власти по регулированию экономической деятельности. Не зря в литературе отмечено, что изначально корпоративный контроль был использован в публичном праве в значении механизма реализации контрольно-надзорных властных полномочий в отношении деятельности юридических лиц [Дьяченко Е.Б., 2013:12]. В настоящей работе автор ограничивается пониманием корпоративного контроля как меры и формы частной юридической власти в корпоративных правоотношениях, допуская отождествление терминов «корпорация» и «юридическое лицо». Турбулентность и кризисы финансовых рынков, изменение их привычных основ поставили новые задачи перед правовым регулированием, вскрыв недостатки в правовом регулировании корпоративного контроля [Kaserer K., 2011: 320]. Интересен предлагаемый ракурс исследований в выявлении взаимосвязи между экономическими институтами и правовыми нормами — корпоративный контроль лежит в основе рынка, связывая корпорации, финансы, инвестиции и производства [Haar B., 2008: 964–965].

В доктрине корпоративного права признано, что отношения корпоративного контроля predeterminedены конструкцией юридического лица, поскольку термин «общество» (*la société*), происходя от римских *societas* или *socius*, означает «компаньон» или «ассоциированный» и знаменует неразрывную связь с участниками-учредителями [Ripert G., 1952: 21–32]; [Gierke O., 1913: 7–9]. Имущественная и организационная самостоятельность корпорации продиктована внешними причинами ее персонификации и обособления как лица [Тарасов И.С., 2000: 143], но из этого вовсе не следует вывода о формировании и проявлении вовне «чистой» воли корпорации как самодостаточного и независимого субъекта. Разграничение полномочий между органами юридического лица по принципу специализации и иерархии с внешней стороны создает впечатление о единой структуре корпоративного управления, но не может обеспечить свободного и независимого волеизъявления юридического лица как самостоятельного и изолированного субъекта права.

Нет основания для утверждения, что и волеизъявление участников юридического лица, в совокупности составляющих высший волеобразующий орган корпорации, отражает только их намерения и интересы. Такие намерения и интересы даже в сопоставлении друг с другом чаще всего не одинаковы, поскольку участники зачастую, будучи связанными собственными

обязательствами, используют чужие имущественные или интеллектуальные ресурсы для развития бизнеса, вынужденно выступая проводником чужих проектов в принятии корпоративных решений.

Очевидны не только конфликт интересов, разрешаемый нормами корпоративного права, но и наличие различных источников корпоративного контроля. Участник может действительно осуществлять корпоративный контроль только при наличии полной и объективной картины данных о состоянии дел в корпорации, которую трудно составить единолично и без искажений вследствие недостатка профессиональной компетенции. Следовательно, возможность индивидуального контроля ограничивается и искажается заранее как на этапе подготовки, так и принятия решения. Помимо полноты информации необходимо понимать ее значение и уметь интерпретировать скрытую в цифрах финансово-бухгалтерской отчетности и бизнес-планах организации информацию. Это означает, что среднестатистический участник не может сам полноценно составить правильное понятие о результатах и перспективах деятельности компании даже при непосредственном ознакомлении с документацией. Это затрудняет реализацию важнейшего права на информацию.

Современность подтвердила наблюдения М.И. Кулагина о том, что если в ретроспективе признак «независимости существования юридического лица от входящих в его состав участников» должен был восприниматься с оговорками об условности, то ныне вследствие усложнения отношений экономической зависимости утрачиваются всякие основания для рассмотрения юридического лица как экономически независимого субъекта товарно-денежных отношений [Кулагин М.И., 1997: 25]. Не зря в цивилистике отмечается гибкость понимания и применения основополагающего принципа разделения в современном корпоративном праве, в том числе и когда контролирующие лица недобросовестно реализуют собственный интерес под вывеской формально самостоятельной, но организационно и имущественно связанной с ними корпорации [Heindel T., 2020: 42]; [Суханов Е.А., 2013: 182–187]. На принципах экономической зависимости и корпоративного контроля нескольких юридических лиц строится целый раздел современного корпоративного права — Konzernrecht.

В российском законодательстве значительное время действуют правила о восстановлении корпоративного контроля (п. 3 ст. 65.2 Гражданского кодекса Российской Федерации; далее — ГК РФ), об исключении участника из корпорации (п. 1 ст. 67 ГК РФ), об ответственности лиц, уполномоченных выступать от имени юридического лица и определяющих действия юридического лица (ст. 53.1), о принудительном выкупе акций у миноритариев по требованию 95-ти процентного мажоритария ПАО (ст. 84.8 Закона «Об ак-

ционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ) и др. Даже беглый и выборочный обзор приведенных норм позволяет видеть новые формы концентрации и реализации прав и обязанностей субъектов корпоративного права, фрагментарное регулирование законом сфер корпоративной власти и ответственности. Это не может не сказаться на общей модели, структуре, содержании, принципах корпоративных правоотношений и вообще на статусе и значении юридического лица в контурах современного права и экономики.

Оптимизация корпоративного контроля невозможна без насаждения правом взаимной ответственности и подчиненности идее общего дела корпорации поведения всех ее участников. Точно так же нормативная регламентация специальных оснований ответственности контролирующих лиц корпорации призвана повысить качество принимаемых решений и оставить в прошлом распространенный афоризм, что при неразумном и недобросовестном принятии корпоративных решений «гораздо легче поймать за мыльный хвост поросенка, чем добиться возмещения от члена органа управления корпорации» [Reichert J., Weller M.-F., 2002: 50].

Осознание приведенных особенностей требует уяснить понимание корпоративного контроля как с точки зрения права, так и экономики, учесть особенности и разность его восприятия. Исследователями отмечена трудность жесткой вербализации корпоративного контроля и отсутствие устоявшихся на этот счет подходов в правовой доктрине.

Затруднения связывались с взаимообусловленностью и одновременно различиями посубъектного распределения функций по формированию стратегических и тактических направлений развития и текущему управлению корпорацией между участниками и наемным менеджментом. Сообразно этому выделялись и соответствующие формы корпоративного контроля, а через соперничество команд профессионалов за управление бизнесом обособывалась самостоятельность отдельных сегментов рынка корпоративного контроля и профессиональные компетенции менеджмента [Houben E., 1998: 2]. Отмечается, что конкурентность рынка корпоративного контроля окажется действенной в повышении стоимости корпорации за счет оптимизации управления ею и сокращения разрыва интересов менеджмента и участников. Профессионализм менеджмента предполагает связанность его поведения с интересами корпорации и невозможность достижения собственных выгод при принятии и реализации управленческого решения. Так, согласно доктрине корпоративных возможностей, подчеркивающей неразрывность потенциальной предпринимательской возможности только с интересами корпорации в оценке работы менеджмента, распространенной как в странах общего, так и отдельных правовых порядках континентального европейского права, нарушение менеджментом обязанности лояльности и при-

оритета интересов корпорации может обосновывать последующие притязания и присуждения в пользу корпорации эквивалента извлеченных выгод или упущенных возможностей.

Презюмируемая обязанность лояльности наемного директора не является разновидностью фидуциарных обязанностей и случаем их проявления в корпоративном праве, а следует из добросовестного и разумного осуществления функций корпоративного управления чужим бизнесом профессионалом, что в конечном счете выступает целью определения оценки качества работы менеджмента.

Доводы участников корпорации о примате их интересов за счет ограничения возможностей менеджмента не раз становились предметом дискуссий, в которых менеджеры оспаривали правильность ориентации бизнеса только на рост чистой прибыли за счет сокращения рабочих мест [Beyer J., 1999: 518–519]. При этом эгоцентричный интерес менеджмента очевиден, например, при сосредоточении в его руках значительного объема корпоративной власти при распылении корпоративного контроля миноритариев в крупном публичном акционерном обществе. В отдельных судебных решениях внутренние отношения директора и мажоритарного участника, а также степень их ответственности перед кредиторами корпорации образно сравнивают со связью марионетки и кукловода<sup>1</sup>. Однако верно и то, что сама по себе принадлежность большинства голосующих акций не возводит мажоритария в статус субъекта активного корпоративного контроля, если он непосредственно не принимает оперативных решений по управлению корпорацией и сам не разрабатывает стратегию ее управления. Тем не менее мажоритарий в любом случае сохраняет пассивный контроль над корпорацией при найме и ротации менеджмента. Возможна и зеркальная ситуация. Недостатки коммуникаций участников благоприятствуют укреплению корпоративного контроля наемного менеджмента (*la désaffection [des assemblées] favorise les organes irigeants en place* — несогласие в собраниях развязывает руки наемному менеджменту).

Исследователи обобщений правоприменительной практики замечают, что корпоративные споры из притязаний на доступ к информации и на осуществление корпоративного контроля всегда взаимосвязаны и присущи любым корпорациям. Как правило, даже во внутренних делах активных и пассивных участников, не говоря об их взаимоотношениях с менеджментом, возникает непонимание и непринятие любых инициатив по проверке дел в корпорации, нарастают подозрения в излишней ретивости и каверзости и, как следствие, затягивание передачи или искажение соответствующей информации. На менеджменте лежит общая обязанность в установленном за-

<sup>1</sup> Zahn v. Transamerica Corp. (162 F.2d 36 (3d Cir. 1947)).

коном и корпоративными актами порядке сообщить по запросу участника объективную и актуальную информацию о состоянии дел в корпорации, а также доводить до сведения участников информацию о любых обстоятельствах, имеющих существенное значение для корпорации. Ее нарушение, по общему правилу, является основанием досрочного прекращения полномочий менеджмента и отмены решения собрания, принятого на основании недостоверных сведений при наличии разумности и добросовестности самих участников.

Признание возможности ознакомления с финансовой отчетностью, деловой документацией общества означает предъявление менеджментом документов корпорации независимо от бумажной или электронной формы фиксации соответствующей информации и документооборота. Объем необходимой для ознакомления информации предопределен статусом участника (например, для командитиста предусматриваются ограничения по номенклатуре документов, связанных с годовой отчетностью; могут учитываться корпоративные связи участника с другими корпорациями). Право на получение информации участником о состоянии дел в корпорации по общему правилу рассматривается как персональное, и от вида юридического лица зависит возможность представительства (например, в товариществах, такие исключительные случаи определяются невозможностью личного ознакомления вследствие болезни). Вопрос о допуске помощника и допустимом объеме его вмешательства является дискуссионным и не получил единообразного разрешения в правоприменительной практике. Единодушие прослеживается лишь в отношении субъектов, наделенных специальным статусом (аудитор, адвокат), который мог бы обеспечить конфиденциальность при условии, что привлекаемое лицо не участвовало в конфликте между участниками общества или их аффилированными лицами, «посеяв между ними раздор и вражду», нанеся вред самой корпорации [Lutz R., 2017: 227–235].

Объектом корпоративного контроля участника общества или инвестора являются органы корпорации, компетенционно управомоченные на принятие решения как на этапе их формирования, так и координации деятельности: общее собрание, наблюдательный совет, единоличный исполнительный орган. Для выявления корпоративного контроля важна комбинация фактических и юридических возможностей формирования субъектом органов юридического лица и по предопределению их решений. Это само по себе заставляет пересмотреть хрестоматийные суждения о корпоративном контроле (участие в корпорации — 50%+1), квалифицируя конкретную ситуацию по имеющимся характеристикам отдельно. Использование неколичественного подхода к определению корпоративного контроля, обеспечивая динамизм правоприменительной практики, уже позволило судам признать

контролирующим лицом корпорации миноритария с 1% участия, косвенно контролирующего мажоритарного участника корпорации<sup>2</sup>. При разрешении другого дела<sup>3</sup> контролирующим лицом был также признан однопроцентный миноритарий на основании договора об операционном контроле с несколькими другими участниками.

Отсутствуют основания говорить о жестких гранях между определением общей политики развития корпорации и текущим управлением ее делами, поскольку менеджмент, хотя и находится под постоянным контролем участников корпорации, самостоятелен в разрешении вопросов собственной компетенции. Уместность такого замечания позволяет предпослать менеджменту самостоятельную зону ответственности за решения, которые им принимаются как профессиональным управляющим бизнеса. Налицо особая разновидность конфликта интересов по поводу корпоративного управления, без разбора которой реформы корпоративного контроля начиная с конца прошлого века и по сей день не могут быть поняты и продолжены полноценно.

Экономисты давно обосновали, что менеджмент принимает и активно развивает любые формы инвестиционной и финансовой политики корпорации, которые приносят ему выгоды, даже если это приводит к ущемлению экономических интересов участников [Cioffi J.-W., Hörner M., 2006: 419]. В любом случае организация и развитие рынка корпоративного контроля всецело относятся к предмету экономики [Windolf P., 1994: 82], поскольку идея его обоснования происходит из экономического описания прямой связи качества управления корпорацией и рыночной стоимости участия в ней. Более распространенный взгляд на рынок корпоративного контроля состоит в его понимании как оборота долей, акций, паев, принадлежность которых открывает широкие возможности экономического господства по управлению корпорацией [Manne H., 1965: 110]; [Lohrer S., 2001: 9], главная из которых состоит в передаче права голоса, а не в приобретении акции или доли как имущества. В свою очередь развитие рынка корпоративного контроля повлекло за собой повсеместное распространение практик поглощения, а в качестве реакции права — нормативное закрепление обязанностей мажоритарных участников публичных корпораций перед миноритариями при их вытеснении из корпорации.

Исследователями была отмечена близость корпоративного контроля к экономическому понятию собственности как присвоения и подчинения объекта власти лица, хотя такое понимание не находит опоры в законодательстве о вещном праве, показывая только абстрактный объем господства

---

<sup>2</sup> Дело Kahn v. Lynch Communications Systems 1994.

<sup>3</sup> Corwin v. KKR Financial Holdings LLC 2015.



лица безотносительно к режиму объекта права. Тем не менее, была выделена даже категория «корпоративная собственность».

Логика такого подхода в том, что рынок, конкуренция и собственность являются экономическими институтами, которые были дифференцированы во всех капиталистических обществах, но вместе с тем рынок и собственность являются абстрактными контрольными средами, развивающимися только в конкретных сегментах. Ансамбль этих институтов, специализирующихся на управлении экономической системой, называется социальной организационной формой экономической элиты. Собственность может быть сосредоточена в семье, распределена среди тысяч мелких акционеров или находиться в руках институциональных инвесторов. Эти проявления собственности связаны с различными опциями по управлению; они меняются со временем и различаются в разных странах, которые различаются политическими и культурными традициями [Windolf P., 1994: 76–77]. Встречаются утверждения, что функции собственности и корпоративного управления на современном этапе развития совпадают, в связи с чем предлагается новый институциональный дизайн экономики. При неподдельном интересе к таким интерпретациям очевидно, что в их основе лежит социологическое и экономическое, но не юридическое понимание собственности и контроля.

Не могут не учитываться и отличия по существу. Принадлежность корпоративных активов (акций, долей, паев) характеризует объем корпоративных прав и сам статус правомочного субъекта в управлении и участии в корпорации в динамике и не может быть сопоставлена с режимом права собственности на телесные вещи в статике гражданского оборота ни непосредственно, ни по аналогии. Факт принадлежности, возможность отчуждения и наследования корпоративного участия еще не позволяют распространить на соответствующие отношения правовой режим собственности. Налицо существенные и непреодолимые отличия в осуществлении, защите, объектах корпоративных прав и вещных прав. В целом сопоставление и поиск сходства в режимах корпоративных и вещных прав — не более, чем гипербола.

## **2. Проблема визуализации корпоративного контроля в праве и экономике**

Изначально по своей экономической сути корпоративный контроль является инструментом (механизмом) управления инвестициями. При помощи различных правовых средств (нормативные требования и ограничения корпоративной власти мажоритариев и контролирующих лиц, закрепление имущественных компенсаций и прав миноритариев и др.) законодательство

устанавливает требования к субъектам в отдельных нормативно конкретизированных фазах приобретения (концентрации) и осуществления корпоративного контроля. Соответственно правовое регулирование корпоративного контроля не является всеобъемлющим, его общая задача состоит в обеспечении баланса интересов участников корпоративных правоотношений и принудительном согласовании их разнонаправленных интересов. Примечательно, что искомый баланс интересов в корпоративных правоотношениях может и не отвечать формальным критериям справедливости, но он обязателен для всех участников корпоративных отношений в силу их участия в корпорации и связанности принципами корпоративного права. История корпоративных правоотношений показывает их непрерывное развитие, что обуславливает непрерывность и динамику изменения форм и содержания самого корпоративного контроля, невозможность его рассмотрения в статике. Требуется разграничивать экономическое содержание и отдельные сегменты правового регулирования корпоративного контроля.

Регулируя лишь отдельные сегменты экономических отношений, право значительное время сталкивается со сложностью выявления и идентификации экономически оправданных запутанных систем участия и управления корпорациями с многоуровневыми системами бенефициарного владения. Очевидны не только фрагментарность правового регулирования корпоративного контроля применительно к отдельным сегментам его проявления, но и невозможность его институционализации в праве. Недаром при описании структуры собственности и управления корпорациями исследователи отталкивались от понимания корпоративного контроля через общие характеристики и признаки «влияния» как возможности предопределения решений, принимаемых корпорацией. Специально оговаривалось, что «отличительные черты контроля, доминирования и влияния в целом далеко не ясны — «контроль» чаще выступает в качестве конечного ярлыка, чем термина с определенным значением» [Deborah A., 1999: 234].

Примечательно, что и экономическое понимание корпоративного контроля не является устоявшимся и также находится в постоянных трансформациях во взаимосвязи с вариациями потребностей и решений конкретных задач бизнеса и предпринимательства. Достаточно вспомнить, что изначально введенный американскими экономистами (Г. Минз, А. Берли) термин «корпоративный контроль» рассматривался в значении формирования совета директоров в структуре органов управления корпорации. Только впоследствии под ним было предложено понимать возможность определять политику корпорации в целом (Д. Котц). Однако и то, и другое понимание являлось ограниченным и не раскрывающим всех особенностей и свойств корпоративного контроля. Есть мнение и о том, что в ряде случаев концен-

трация, осуществление и последствия корпоративного контроля могут и не быть обусловленными только экономическими причинами и значением (А. Сайкс).

Применительно к деятельности юридических лиц можно сказать, что корпоративный контроль является результатом движения и концентрации капиталов, выражая экономическое господство (хозяйственную власть) субъектов при управлении и осуществлении предпринимательской деятельности в корпорации и опосредованно через нее на товарных и финансовых рынках. Такое предположение позволяет расширить сложившееся понимание корпоративного контроля как «экономической власти, которую получает то или иное лицо по отношению к конкретному корпоративному образованию и/или его органам» [Степанов Д.И., 2009: 146]; [Глушецкий А.А., 2013: 48]. Точно так же этот подход позволяет концентрироваться на фактической возможности, а не на поиске и последующей квалификации «определенных прав по принятию управленческих решений, корпоративных актов по управлению юридическим лицом» [Сарбаш С.В., 2008: 70–79].

В реальности субъекты корпоративного контроля, проводя в жизнь собственный интерес в принятии корпоративного решения, не ограничиваются мажоритарными участниками корпорации, а дополняются ее контролирующими лицами, менеджментом, купными институциональными инвесторами и бенефициарными владельцами бизнеса. По сферам локализации корпоративный контроль концентрируется на управлении имущественными активами корпорации, определении сфер ее предпринимательской деятельности, принятии организационно-управленческих решений от ее имени. Нет оснований соглашаться с современными авторами, которые из разделения функций корпоративного контроля на управленческую и ревизионную выводят различия аффилированных лиц и подконтрольности [Осипенко О.В., 2014: 29–32].

Соотношение корпоративного контроля и корпоративного управления возможно представить как цель и средство. В доктрине указывалось, что выработано два основных механизма, посредством которых осуществляется корпоративный контроль: закон с его общеобязательными требованиями и корпоративное управление, которое основано на власти голосов акционеров, подчиняющей и принуждающей менеджмент к проведению приемлемой управленческой политики [Zechner J., 1999: 19].

Правовое регулирование корпоративного контроля является комплексным и не ограничивается нормами корпоративного права, находясь в тесной взаимосвязи с обязательственным правом и вторгаясь в предмет регулирования конкурентного, инвестиционного и даже трудового законодательства. Речь идет о многоуровневом объекте правового регулирования. Даже в локализованном аспекте защиты гражданских прав корпоративный контроль

остаётся многоуровневым объектом, требующим всесторонней оценки. Так, например, при восстановлении прав при рейдерском захвате бизнеса следует принимать во внимание не фактически противоправно утраченный объем корпоративного контроля в количестве долей, акций или паев, а экономическую ценность возможностей, из него следовавших по состоянию на момент учинения правонарушения (ценность деловой репутации, клиентеллы, активов корпорации, сорванных бизнес-проектов и др.).

Именно от законодательства, регулирующего правовой статус юридических лиц и устанавливающего конкурентные ограничения, допустимые формы инвестиций, зависит, насколько законная предпринимательская деятельность обеспечит соответствие получаемого дохода ожиданиям инвестора. Бизнес всегда будет вынужден довольствоваться введенными законодателем ограничениями предпринимательства, но это совсем не означает, что инвесторы оставят попытки упростить и ослабить неудобные для них нормы права, изображая их не иначе как барьерами в реализации свободы предпринимательства. Схожим недовольством была инициирована дискуссия о состоятельности и актуальности германского акционерного права. В основу призывов к ревизии и реформе корпоративного законодательства были положены доводы о кризисе крупнейших акционерных обществ (Metallgesellschaft AG, Daimler Benz AG), неопределенном значении наблюдательных советов и финансовых организаций в немецкой системе «Corporate Governance», сетования на недостаток «культуры акций» в Германии.

Учитывая экономическую основу корпоративного контроля и его использование в качестве действенного и не всегда прямого инструмента управления корпорацией, рынком капитала и инвестиционными проектами, было предложено при идентификации сфер проявления и локализации корпоративного контроля не ограничиваться первым и поверхностным уровнем организации деятельности юридического лица, а учитывать все связанные с ним механизмы, которые предназначены для того, чтобы «напрямую или опосредованно координировать через рынки долей участия децентрализованные, не зависящие друг от друга решения формально самостоятельных и правосубъектных юридических лиц относительно структурирования предпринимательской деятельности, активов и реализации бизнес-проектов» [Feu G., 2000: 1–2]. Проникновение в корпоративное управление крупных инвесторов так же, как и практика массовых поглощений, изначально получили развитие в экономике США, но интернационализация капиталов привела к их распространению в континентальной Европе [Moerland P., 1999: 444].

Российская доктрина содержит разноплановые, но вместе с тем разрозненные взгляды и подходы к правовой квалификации корпоративного контроля. Исследователи корпоративного права утверждают, что «проблема контроля над организацией изначально возникла в связи с поисками меха-

низма привлечения к ответственности перед контролируемым лицом и его кредиторами», на деле же формализация критериев фактического контроля неизбежно сводит такой контроль к понятию юридического контроля, придавая ему правовое основание. В то же время лица, оказывающие фактическое влияние на корпорацию, за отсутствием формально-юридических связей с ней не признаются носителями корпоративных прав и обязанностей [Ломакин Д.В., 2018: 6].

Отмечается неясность перспектив применения норм ГК РФ о восстановлении корпоративного контроля при том, что в корпоративных правоотношениях интерес «управомоченного лица направлен как на сохранение своего правового положения (сохранение корпоративного контроля), так и на развитие этого положения в динамике существования права на управление (например, на возникновение правомочия на получение дивиденда или увеличение корпоративного контроля)»; обладание корпоративным контролем ассоциировано с правом управления — «степень участия в отношениях по управлению юридическим лицом того или иного субъекта предопределяет и объем его корпоративной ответственности» [Гутников О.В., 2019: 116, 187]. Встречаются и весьма дискуссионные подходы. В диссертационных исследованиях корпоративный контроль позиционируется как «частный вид отношений членства», обеспечивающих решающее влияние на волеизъявление корпорации [Зотова Е.К., 2019: 11] или как «вид корпоративных отношений, при котором участник корпорации способен оказывать определяющее воздействие на принятие стратегических и оперативных решений контролируемой корпорации» [Лавров М.В., 2006: 19]. Из-за неясности и неубедительности аргументации спорной является возможность выделения самостоятельных прав и правоотношений по корпоративному контролю.

В зарубежных правовых системах с многовековым опытом развития рыночной экономики законодательство и правоприменительная практика сочетают правовые и экономические критерии идентификации корпоративного контроля. В частности, именно такой подход реализован во Французском торговом кодексе (2000) (L233-3 и L233-4 1), закрепившем признаки корпоративного контроля: преобладающее участие в капитале и любые иные основания возникновения аффилированности, договорные модели связанности с одним или несколькими лицами, включая согласованные действия. Одновременно в требованиях к финансовой отчетности<sup>4</sup> приводятся не только уточняющие, но и самостоятельные основания выявления наличия отношений по корпоративному контролю: консолидирующей признается компания, которая самостоятельно или совместно с другими компаниями

---

<sup>4</sup> Règlement du Comité de la réglementation comptable. Available at: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000000768342> (дата обращения: 15.12.2020)

способна оказывать заметное влияние на деятельность другой компании (п. 1001); под исключительным контролем понимается возможность управлять финансовой и операционной политикой бизнеса для получения выгоды от его деятельности.

### **3. Обязательное публичное раскрытие информации**

При всем разнообразии доктринальных взглядов на корпоративный контроль можно определить одну из общих задач правового регулирования, отвечающую потребностям рынка и востребованную правовым регулированием деятельности публичных корпораций. При установлении баланса интересов в корпоративных правоотношениях право определяет требования к возникновению (концентрации) корпоративного контроля и ограничения на реализацию экономического господства из него следующего. Гарантируя соблюдение законных интересов третьих лиц — потенциальных кредиторов корпорации, право призвано обеспечить превентивную манифестацию и публичное раскрытие любых значимых сведений о корпоративном контроле в отношении конкретной корпорации, особенно в условиях ослабления и разнообразного соблюдения принципов пропорциональности и нерасщепления корпоративного контроля. Такие меры вполне оправданы, например, применительно к тем ситуациям, когда в силу национального корпоративного права принадлежность равного количества акций одного вида и класса разным лицам в силу общего нормативного дозволения и содержания конкретного корпоративного договора дает им различный объем прав и возлагает на них различные объемы риска и ответственности. Европейская доктрина уже давно рассматривает соблюдение требований о максимальном раскрытии информации о структуре корпоративного контроля как обязательное условие открытости и безопасности рынка капитала [Eichner M.-P., 2010: 5–7]. Однако правом ЕС такие условия еще не созданы.

На межгосударственном уровне не сложилась изолированная система общеевропейского корпоративного права, которая могла бы полноценно заменить национальное регулирование. На текущий момент урегулирован правовой статус юридических лиц европейского права, имеющих возможность осуществлять деятельность на территории любого государства-члена без прохождения специальных регистрационных процедур. Также отсутствуют и акты ЕС, устанавливающие общеобязательные стандарты в регулировании корпоративного контроля и раскрытии соответствующей информации. Соответственно в европейских правовых системах современности сохраняется национальное регулирование корпоративного контроля и раскрытия соответствующей информации с различным объемом и стандартами требований.

Вместе с тем отдельные шаги в направлении создания единых требований в части раскрытия информации о наличии корпоративного контроля ЕС уже сделаны. В частности, установлено общее требование к раскрытию экономического интереса лица в отношении конкретной корпорации для обеспечения прозрачности корпоративной собственности и повышения доверия к рынку и в противодействие к тайным приобретениям контроля над корпорациями<sup>5</sup>. Трудность однозначного понимания и соблюдения установленных Директивой требований состоит в том, что ее текст не дает исчерпывающего понятия о формах визуализации соответствующего интереса как условия и требования публичного раскрытия информации. Нет, например, ясности, требуется ли для раскрытия хотя бы минимального приобретения прямого или косвенного участия в корпорации, либо под это требование подпадают любые опционы на будущее приобретение участия или деривативы, исполнение которых приводит к ограничению корпоративной власти участников. Учитывая многообразие форм проявления косвенного контроля и участия, неясно, действует ли и на кого распространяется соответствующая обязанность (например, если акционер при осуществлении корпоративных прав действует не в собственном интересе, а в интересе третьего лица — неучастника корпорации и др.).

Наконец, Директива сужает возможности раскрытия соответствующей информации как во времени, так и по кругу лиц: «(5). Государствам-членам не должно быть разрешено устанавливать в своем национальном законодательстве требования публикации периодической финансовой информации на более частой основе, чем годовые и полугодовые финансовые отчеты; тем не менее государства-члены должны иметь возможность требовать от эмитентов публикации дополнительной периодической финансовой информации, если соблюдение такого требования не составляет значительного обременения или несоразмерной нагрузки, а сама информация способствует принятию инвестиционных решений». Общая цель описания Директивой новых возможностей контроля, как следует из смысла ее формулировок («... этот подход используется для того, чтобы информация об общем количестве прав голоса, доступных инвестору, была как можно более точной»), состоит преимущественно в публичном информировании потенциально-

---

<sup>5</sup> Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC // Official Journal of the European Union. 06.11.2013.

го инвестора о сложившихся особенностях осуществления права голоса в корпорации. Но эти формы корпоративного контроля не ограничиваются. Общеизвестно, что корпоративный контроль может осуществляться опосредованно через компании, которые сами находятся под контролем. Немаловажно, что Директива рассматривает как обязанное лицо по раскрытию соответствующей информации о корпоративном контроле из участия эмитента, но не устанавливает обязанностей участников и третьих лиц. Это существенно влияет на актуальность раскрываемой информации.

В отдельных правовых системах обнаруживаются сбалансированные и действенные правовые механизмы, гарантирующие максимальное раскрытие значимой информации о концентрации корпоративного контроля и собственности в публичной корпорации. В английском Кодексе поглощения (Takeover code) практика делового оборота к участникам сделок на рынке корпоративного контроля предъявляет строгие требования к раскрытию информации о всех бенефициарах публичной корпорации. Тем самым защищается публичный интерес в полном раскрытии регулятору и участникам рынка информации о структуре собственности и корпоративного управления в публичной корпорации при широких возможностях модификаций механизмов корпоративного контроля инструментарием договорного права. Такой пример является весомой гарантией наиболее полного раскрытия информации о корпоративном контроле и собственности. Однако его особенность состоит в нехарактерных для диспозитивности общего права последствиях — применение уголовного наказания за мошенничество в сочетании с обязанностью полного возмещения вреда при сокрытии или искажении подлежащей раскрытию информации. Впоследствии требования Кодекса были обобщены и нашли отражение в Директиве 2004/25ЕС<sup>6</sup>, ориентированной на последующее развитие европейского законодательства.

В целом цифровые основы современной экономики создают широкие возможности раскрытия информации о корпоративном контроле для защиты прав и законных интересов участников оборота, вступающих в корпоративные правоотношения.

#### **4. Правовые формы непропорционального объема корпоративных прав по обыкновенным акциям**

Формы и содержание корпоративного контроля акционеров предопределены правовым режимом принадлежащих им акций. В условиях расширения диспозитивности и укрепления свободы договора в корпоративном

<sup>6</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // Official Journal of the European Union 30.04.2004.



праве со ссылками на лучший зарубежный опыт то и дело возникают идеи о введении в российское законодательство положений, допускающих наличие различных корпоративных прав у владельцев одного количества и видов ценных бумаг.

Наряду с классической конструкцией «одна акция — один голос» мировой корпоративной практике известны несколько моделей непропорционального предоставления прав по акциям: классы одного вида акций дают различный объем прав и голосов, объем прав и голосов по акции определяется в зависимости от срока членства в корпорации. Примечательно, что даже в общем праве отсутствует единодушное отношение к такому расщеплению, на этот счет встречаются как положительные [Khachatryan A., 2007: 335], так и негативные [Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G., 2000: 6] мнения. Однако намерения сторонников экономического анализа права идут дальше: постулируется, что свободный и автономный оборот прав голоса наряду с иными экономическими благами принесет пользу акционерам.

Для воплощения такой модели предлагался широкий спектр правовых средств: дифференциация акций, дающих права только на голос или только на дивиденд; вариации сочетания таких прав; полное отделение права голоса от акции. Последнее радикальное предложение обосновывалось идеей неприкосновенности экономической свободы, но несогласие с ней предлагалось находить в экономическом вреде корпорации и ее участников [Robert C., 1979: 806]. Однако неясно, в чем будет заинтересованность в голосовании у приобретателя голосов и как принцип голосования будет соотноситься с интересами самой корпорации, ведь приобретение права голоса невозможно за пределами общих начал и принципов корпоративного права. В английском праве по умолчанию на одну акцию приходится один голос, исключения могут быть установлены преимущественно для непубличных корпораций их уставами — «возможно создать различные классы обыкновенных акций с различающимися правами голоса — например, могут быть выпущены обыкновенные акции, не дающие владельцу права голоса, хотя такие случаи встречаются редко», обычно владелец обыкновенной акции реализует право голоса. Различия режима акций в публичных и непубличных акционерных обществах предопределены следующими особенностями: в публичной корпорации акции рассматриваются как инструмент привлечения и управления инвестициями, а в непубличных ее значение чаще всего замыкается на средствах корпоративного управления [Gullifer L., Payne J., 2015: 64–65].

В 2018 г. при поддержке Минэкономразвития России либеральную модель и основу совершенствования корпоративного законодательства было предложено закрепить в программных документах развития российского корпо-

ративного законодательства. Целесообразность нормативного закрепления такого порядка объяснялась тем, что специальные права акционеров могут быть урегулированы корпоративным договором, но он не имеет силы в отношении третьих лиц, которым неизвестно и не должно быть известно о его заключении и содержании. Затруднения предлагалось видеть в том, что российское законодательство не предусматривает возможности установления непропорциональных прав по обыкновенным акциям в уставе и эмиссионных документах. Российский закон об акционерных обществах от 26.12.1995 № 208-ФЗ предусматривает только один тип обыкновенных голосующих акций без возможности выпуска обыкновенных акций с особыми правами и (или) обязанностями. Закрепление особых прав предусматривается только для размещенных привилегированных акций, номинальная стоимость которых не должна превышать 25% от уставного капитала. Отмечалось, что игнорирование российским законодателем позитивного опыта зарубежных юрисдикций (британские Виргинские Острова, Великобритания, Кипр), допускающих выделение классов и видов акций с различным объемом прав, определенных уставом, создает препятствия капитализации российских компаний на аналогичных условиях и является предпосылкой для «вывода» холдинговых компаний из России в иностранные юрисдикции.

В действительности примеры либерального и диспозитивного регулирования правового режима акций есть и в континентальном праве. Так, по праву Нидерландов по общему правилу акционер имеет один голос на акцию. Однако если номинальная стоимость акций имеет различную стоимость, право голоса акционера определяется пропорционально такой стоимости (п. 2, 3 ст. 2: 228 ГК 2009 г.). Положения уставов могут отличаться относительно данной нормы. Уставы могут определять акции различных категорий (например, акции класса А и В), и наделять держателей акций класса А в зависимости от номинальной стоимости большим правом голоса, чем держателей акций класса В. Так, может быть определено, что за акцию класса А номинальной стоимостью € 10 на собрании может быть подано 25 голосов, а за акцию класса В номинальной стоимостью тоже € 10 может быть подан только один голос (или наоборот). Такое гибкое регулирование может быть, в частности, при регулировании правоотношений предприятий семейного типа. Закон не устанавливает особых ограничений многократности голосования. Однако такие нормы устава должны применяться ко всем решениям, и они могут быть введены на основании решения о внесении изменений в устав, принятого единогласно на собрании, на котором представлен весь акционерный капитал (п. 4 ст. 2: 228 ГК Нидерландов).

Пункт 5 ст. 2:228 данного ГК позволяет закрепить в уставе положение, наделяющее по единогласному решению участников правом голоса не все ак-

ции определенного класса; такую норму могут установить сами акционеры. Также цитируемая норма определяет, что при выпуске акции не наделяются правом голоса на общем собрании [Kroeze M., Timmerman L., Wezeman J., 2017: 116]. Пример показывает, что и континентальное право допускает диспозитивность и автономию, отражая экономические потребности, вопрос только в их пределах и возможностях применения в отношении как публичных, так и непубличных обществ. Полное и достоверное публичное раскрытие информации о правах по эмитируемым акциям в значительной степени может обеспечить не только права внешних кредиторов корпорации инвесторов, но и стабильность рынка корпоративного контроля.

В качестве возможных путей развития российского акционерного законодательства предлагалось две модели.

Первая основывалась на легитимации неограниченной возможности выпуска обыкновенных акций с любыми условиями, которые бы не противоречили закону. Как предполагалось, в этом случае эмитент будет свободен в выпуске обыкновенных акций любого типа с теми правами и обязанностями, которые необходимы акционерам конкретного общества, но это существенно усложнит работу финансовых рынков и сведет на нет принцип пропорциональности в корпоративных правоотношениях, которые, по существу, заменят механизмы договорного права.

Вторая модель предполагала возможность выпуска особых типов обыкновенных акций с правами, прямо предусмотренными Законом об акционерных обществах. В числе таковых предлагалось установить:

супер-голосующие акции — акции учредителей/мажоритарных акционеров, которые должны сохранить контроль/оговоренную долю контроля над обществом после вхождения в его капитал новых инвесторов. Данный тип акций предполагалось возможным выпускать, если в уставе и корпоративном договоре будет установлено, что новые акционеры не будут принимать активного участия в управлении обществом, но пользуются экономическими гарантиями (право на получение дивидендов, части имущества общества при его ликвидации). При этом право на отчуждение таких акций может быть ограничено установлением специального срока, так же как может устанавливаться срок неосуществления прав по ним. Права контролирующих лиц на получение дивидендов и распределение имущества общества могут быть ограничены установлением приоритетных выплат миноритарным акционерам;

акции миноритарных акционеров/инвесторов — обыкновенные акции при наличии супер-голосующих. Предоставляют низкий процент голосов для блокировки ключевых вопросов деятельности общества, но вместе с тем допускают экономическое участие в обществе, в том числе наделяя приори-

тетом при выплате дивидендов и иммунитетом при распределении имущества общества. Осуществление прав по такой разновидности обыкновенных акций и их оборотоспособность не ограничиваются;

акции с правом вето дают акционеру/инвестору право вето по установленным вопросам повестки дня собрания. Оказываются востребованными при приобретении инвестором крупных пакетов акций. Распоряжение ими может быть ограничено преимущественными правами других акционеров на их выкуп;

акции топ-менеджмента могут эмитироваться в рамках мотивационных программ деятельности наемного менеджмента. Свобода распоряжения ими ограничена преимущественным правом общества или акционеров на их выкуп;

особые акции, право голоса по которым не возникает или прекращается полностью или в части при наступлении оговоренных в уставе обстоятельств или срока. Как предполагали разработчики, будут размещаться в дополнение к другим классам акций.

Принятие этих моделей не может не сказаться стабильности и развитии финансовых рынков. Возможные опасения инвесторов не будут беспочвенными, поскольку фактически при непропорциональном распределении имущественных прав и контроля в корпорации выгоды от ее деятельности будут подчинены интересам контролирующего акционера как инсайдера по принципу внутренней частной выгоды. Также разработчики не проанализировали рисков и перспектив введения данных моделей в публичных и непубличных акционерных обществах.

Приведенные направления развития российского законодательства воплотились в отдельных законопроектных инициативах. В разработанном в 2020 году Минэкономразвития России проекте федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «О международных компаниях» (в части разных типов акций)» со ссылками на лучший зарубежный опыт предлагается применительно к международным компаниям отказаться от разделения акций на обыкновенные и привилегированные и установить, что уставом, а не законом могут быть предусмотрены положения, согласно которым объем корпоративных прав, предоставляемых акциями разных типов, должен содержаться в уставе общества и в решении о выпуске соответствующего типа акций. В развитие этого положения в законопроекте предусматриваются различные сочетания и комбинации прав из акции в части управления акционерным обществом (голосование по всем или отдельным вопросам повестки дня, возможность осуществления права голоса под условием (совершение обществом или его акционером определенных действий)), получения отдельных экономических предоставлений из участия в

корпорации (право на получение дивидендов, части имущества общества, оставшегося после ликвидации общества и расчетов с его кредиторами) и т.д. По мнению разработчиков законопроекта, принятие таких мер позволит обеспечить интересы различных групп акционеров и создать правовую основу для многообразия гибких форм участия в уставном капитале.

При этом не учитываются, во-первых, недостатки и неудобства для рынка ценных бумаг диспозитивного регулирования деления акций на виды и классы с произвольным закреплением прав по ним без предварительного публичного и исчерпывающего раскрытия информации о правах по эмитируемым акциям. Во-вторых, что эффект редомициляции и изменение личного закона юридического лица не могут означать трансформации изначально определенной иностранным правом правоспособности корпорации при ее создании в неограниченную свободу выбора форм ведения предпринимательской деятельности на территории иностранного государства, правовой системой которого не предусматривается свобода установления типов и видов акций с непропорциональным объемом прав. В противном случае правовой статус международной компании и правовой режим выпущенных ею акций оказываются вне связи с правом страны создания юридического лица и с правом страны, определяющей статус международной компании.

## **5. Инструменты договорного расщепления и перераспределения рисков корпоративного контроля**

В доктрине отмечается, что интересы инвестора на рынке корпоративного контроля требуют не меньших гарантий, чем участников обществ в сделках по приобретению участия в корпорациях [Einsele D., 2014: 706]. Право не может не учитывать интересы внешних кредиторов в управлении корпорацией, различая содержание корпоративного контроля для участников, кредиторов, менеджмента корпорации — именно акционеры обладают львиной долей корпоративного контроля в сравнении с менеджментом и внешними кредиторами корпорации, поскольку несут больший предпринимательский риск. Интерес кредиторов чаще всего ограничивается облигационной политикой корпорации.

При разности подходов правовых систем современности экономика подтверждает, что успешный рост корпорации невозможен без участия внешних инвесторов, интересы которых состоят в управлении корпорацией и получении дохода от ее деятельности. Распределение права голоса и права получения дохода положениями устава корпорации, например по общему праву, может быть поставлено в зависимость от размера участия в корпорации, произведенных инвестиционных вложений в имущество корпорации

или объема закупки выпускаемой продукции и других утвержденных уставом критериев. Интересы инвестора, участников корпорации, ее внешних кредиторов и менеджмента чаще всего не совпадают и находятся в состоянии конфликта — «сложные схемы для разделения прав на получение доходов, на активы и контроль между участниками и инвесторами в высокотехнологичных стартаповых компаниях могут послужить красноречивым примером» [Kraakman R., Armour J., Davies P. et al., 2009: 1–8]. Однако обеспечение и сохранение баланса интересов участников корпоративных отношений требует не запрета на использование отдельных договорных и корпоративных инструментов в управлении корпоративным контролем заинтересованными в развитии частной инициативы на его рынке субъектами, а закрепления нормативной обязанности по общеобязательному публичному и полному раскрытию информации о структуре и содержании корпоративного контроля в корпорации. Данное утверждение представляется универсальным и применимым независимо от конкретных форм и условий договорного расщепления корпоративного контроля. В свою очередь, используемые участниками рынка договорные модели и свобода автономии воли потенциально могут удовлетворить различные потребности и интересы участников рынка.

Маскировка структуры собственности в корпорации может осуществляться за счет использования арсенала доверительной собственности, в результате чего экономический собственник акций или долей полностью контролирует определенного им бенефициарного владельца, действующего исключительно в его интересах и на его средства, не имеющего возможности осуществлять корпоративные права и распоряжаться участием в корпорации самостоятельно [Geibel S.-J., 2008: 451–474]. При всей возможной разнице отношений по доверительной собственности и возмездному управлению корпоративными активами, многообразии комбинаций определения их принадлежности и распределения получаемых доходов следует различать два уровня складывающихся правоотношений: непосредственно между собственником и управляющим; между собственником, управляющим и третьими лицами. Вторая группа отношений затрагивает интересы третьих лиц и не может рассматриваться как *causa privata*, что требует публичного и обязательного раскрытия установленных имущественных титулов и прав из них, а также выполнения требования экономического и юридического обособления корпоративных активов как объекта доверительной собственности или управления. Не зря в цитируемом сочинении договоры о возмездном управлении долями/акциями и предоставлении их в доверительную собственность названы «атипичными учредительными договорами», исполнение которых может в корне менять предусмотренную законом модель корпоративного управления юридическим лицом.

Даже при отсутствии трастовых начал в законодательстве широкие возможности перераспределения корпоративного контроля оставляет модель договора управления акциями/долями: в российском законодательстве (ст. 5 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ) допускает доверительное управление правами по ценным бумагам без лицензии доверительного управляющего, что означает ничто иное, как управление голосом.

В условиях непрерывного развития и модификаций договорных форм акционер получает возможность хеджировать риски падения цены и спроса на акцию страхованием или деривативным договором с финансовой организацией-инвестором, получив взамен дополнительно понесенных издержек гарантированный иммунитет от обычного для его статуса предпринимательского риска. К сходному экономическому эффекту приведет использование фьючерсов с фиксированной ценой продажи акций, опционов и свопов, позволяющих переложить на контрагента риск изменения цены акций.

Использование деривативов на рынке корпоративного контроля создает легальную возможность исключить риск колебания цены акции [Shen J., 2016: 14], но существенным образом преобразует понимание статуса акционера. Только с точки зрения экономики и выработанной ею теории эффективного рынка, но не права можно сказать, что договорные формы расщепления корпоративного риска могут быть рассмотрены в границах частноправовой автономии, диспозитивности. Не зря так характеризуют ситуацию экономисты и сторонники экономического анализа права, утверждающие, что законодательство и легитимированные им возможности должны рассматриваться участниками экономической деятельности в значении оферты [Fama F., 1970: 384].

Как можно понять, роль права исчерпывает себя в этом случае на этапе дозволения, далее вся надежда возлагается на силу самоорганизации рынка и его возможности сгладить и устранить негативное влияние распространения практик расщепления корпоративного контроля. Однако развитие рынка вне права — стихия, в которой права субъектов не защищены. С точки зрения содержания корпоративных правоотношений, распространение таких практик приходит в противоречие с устоявшимися основами корпоративного права, согласно которым право голоса и риска принятия решения, из него следующего, неразрывны и заставляют задуматься над характеристиками правового статуса акционера в условиях стремительного развития рынков капитала. Результат приведенных примеров расщепления состоит в отделении экономического риска от прав контроля.

В подобных условиях предпринимательский риск и право голоса акционера оказываются разорванными и нескоординированными друг с другом, в результате чего сам акционер теряет интерес к разумности и осмотри-

тельности осуществления права голоса при формировании рационального волеизъявления в голосовании в интересе корпорации. Дела компании для акционера, в отличие от его контрагентов, произведших соответствующие инвестиции, становятся едва ли не безразличными. Напротив, третьи лица — неучастники корпорации, заинтересованные в возврате и приращении произведенных инвестиций, приобретают неподдельный интерес во временном управлении делами корпорации и поиске возможностей заместить или противопоставить свой голосам других акционеров. Истинный интерес в делах корпорации приобретают третьи лица, которые на момент осуществления акционером права голоса по сформированной повестке дня не обладают правом членства и корпоративного участия.

Указанная диспропорция интересов приводит к разрыву права на акцию и права голоса из нее с презюмируемым несением риска принятия решения по вопросам повестки дня акционером, права которого являются формально действующими. Иными словами, акционер, сохраняя за собой формальную полноту права участия, снижает свой риск наступления неблагоприятных последствий, следующих из нерациональной реализации права голоса. Исследователи охарактеризовали произведенное в подобных условиях голосование акционера «пустым» при возникновении в акционерном капитале «скрытой собственности», субъект которой несет всю полноту риска, следующего из волеизъявления своего контрагента, хотя и сам он правом голоса не обладает [Henry T., Bernard S., 2006: 811]. Однако нельзя не видеть и того, что при принятии корпоративных решений и оценке их последствий в долгосрочной перспективе развития корпорации инвесторы прямо или опосредовано едва ли будут мотивированы соблюдать интересы компании, не подменяя их собственными. В связи с этим есть основания рассматривать их как фрирайдеров, деятельность которых не всегда будет соответствовать интересам корпорации.

При всей инвестиционной привлекательности широкого спектра открывающихся возможностей нельзя не видеть очевидных рисков, из них следующих. Признание законом допустимыми таких форм предпринимательства создает заведомо неравные условия охраны интересов различных кредиторов корпорации и их необоснованные преимущества друг перед другом. Было бы необоснованным считать, что договорные правовые средства расщепления корпоративного контроля могут только минимизировать риски участников корпоративных отношений за счет разделения права голоса и рисков, из него следующих.

В корпоративной практике крупные инвесторы используют особый алеаторный договор (контракт) на неопределенный срок действия на разницу стоимости ценных бумаг, исполнение которого, в отличие от фьючерса, не предполагает передачу в собственность ценных бумаг в конкретную дату и



их оплату по адекватной рыночной стоимости инвестором. Эти особенности такого контракта позволяют считать его расчетным деривативом. Внешний экономический эффект исполнения такого договора состоит в присвоении инвестором стоимости роста котировок, а в случае снижения цены ценных бумаг — в праве инвестора на возмещение суммы соответствующего падения с причитающимися ему в соответствии с договорными условиями процентами и иными выплатами.

В действительности вследствие произведенных предоставлений, заведомо неэквивалентных стоимости ценных бумаг, инвестор приобретает существенную экономическую власть в корпорации, позволяющую ему не только опосредовано координировать ее имущественные активы, но и косвенно оказывать влияние на принимаемые ее органами решения, а также создающие возможность последующего поглощения корпорации (договор может включать эксклюзивные условия об особом порядке и цене приобретения отдельных акций инвестором, например, в зачет согласованных сторонами и уже сделанных инвестором предоставлений). Привлекательность и риск использования в корпоративных практиках состоит в приобретении значительной экономической власти над корпорацией инвестором как лицом, которое не имеет формального статуса акционера и не несет обязанности по раскрытию информации о содержании и исполнении биржевых сделок.

Особые правовые последствия, связанные с расщеплением корпоративного контроля, возникают при кредитовании акциями (Aktienleihe). Мировой финансовый рынок знаком с несколькими правовыми инструментами, служащими достижению данной цели. С экономической точки зрения происходит временная передача права собственности на акции с обязательством их обратной продажи или возврата по фиксированной договором цене. Для этого могут использоваться как сделки по передаче акций в заем, так и специальные договоры РЕПО.

С точки зрения как экономики, так и права в аспекте рассмотрения корпоративного контроля интересна конструкция, цели и последствия займа акций. Можно предполагать, что при займе акций расщепление корпоративного контроля является следствием, но не самоцелью сделки. Цель займа акций может состоять в обеспечении возможности господства над принятием широкого спектра корпоративных решений (отчуждение активов и (или) их «дружественное» перераспределение между аффилированными лицами, выплата дивидендов, управление холдинговой структурой взаимосвязанных компаний, привлечение финансовых активов и управление филиальной сетью корпорации и т.д.), заинтересованность в которых имеется у заемщика. Вместе с тем по договору займа акций именно заемщик приобретает всю полноту прав из акции на срок договора, включая и голосование. При этом на заемщика не ложится груз рисков и последствий выбора и принятия ре-

шений по голосованию, поскольку вся полнота ответственности, следующей из неразумного и неосмотрительного решения, возлагается на займодавца, предоставившего акции в заем.

При всей очевидности деформаций волеизъявления участников, возникающей при займе акций, подтвержденной международным сообществом корпоративного управления<sup>7</sup>, такая практика не признается недобросовестной. Напротив, в аналитических обзорах сообщается о росте заключения займов акций перед датами закрытия реестров акционеров [Christoffersen S., Geczy C., Musto D., Reed A., 2007: 2899], что может свидетельствовать о цели использования конструкции займа преимущественно для целей голосования. Часть из возможных в этом случае злоупотреблений может быть обеспечена положениями об отзыве акций из займа, сформулированными, в том числе и в уставе корпорации и имеющими приоритет над заключаемыми корпоративными договорами. Однако осуществление такой возможности должна быть гарантирована единообразными требованиями закона при предварительной проработке вопроса о возможности и допустимых сферах использований займа акций для целей осуществления корпоративных прав.

По содержанию и правовым последствиям заем акций не является разновидностью займа, урегулированного в системе договорных обязательств в гражданском законодательстве, и, соответственно, не может рассматриваться в ракурсе соотношения типа и вида договора применительно к урегулированной законом систематике договоров в общих положениях гражданских кодификаций. Можно констатировать лишь внешнее лингвистическое, а не содержательное сходство в рассматриваемых договорных конструкциях. Различия очевидны в объеме власти и ограниченности правомочий заемщика акций: заем акций является финансовым инструментом, но не источником получения корпоративного контроля над обществом.

Ошибочно впечатление и о сходстве общей конструкции займа с правоотношениями по займу акций, поскольку им фокусируется внимание только на эффекте передачи права на акции в распоряжение заемщика без учета условий таковой и объема юридической и экономической власти заемщика. Заем акций не дает заемщику неограниченных самостоятельных возможностей по их распоряжению и осуществлению прав, ими обусловленных, на оговоренный договором срок, как это было бы характерно для займа иного имущества, идентифицируемого по родовым признакам. В литературе отмечаются отдельные допустимые цели и опции использования акций заемщиком: переданные по займу акции используются для того, чтобы устранить

---

<sup>7</sup> ICGN Securities Lending Code of Best Practice. P. 5. Available at: <https://www.sec.gov/comments/4-590/4590-10.pdf> (дата обращения: 15.12.2020)

возникающие при поставке операций с ценными бумагами «узкие места», при так называемых опционах «зеленого ботинка» (опционах доразмещения); при эмиссии заем акциями используется консорциумами для того, чтобы лучшим образом иметь возможность принять во внимание состояние конъюнктуры рынка; с помощью приема/передачи в заем акций могут быть ограничены риски падения курсов акций» за счет стабилизации цены акций инвестиционным банком. Далее утверждается, что для национальных фондовых рынков открывающиеся приемом/передачей в заем акций возможности означают повышение их ликвидности и надежности. Утверждается и то, что заемщик получает возможность путем продажи заимообразно передаваемых акций играть на разнице падающих курсов.

Считается, что от договора займа акций заимодавец приобретает следующие выгоды: накапливает прибыль от предоставления акций в заем, за счет реинвестирования акций повышает доход по своим ценным бумагам. Заемщик приобретает возможность распоряжения взятыми в заем акциями как товарами, что дает возможность последующей продажи, передачи в залог и заем акций. По договорной практике заемщику акций, как правило, передается только ограниченный объем корпоративных прав из акции: право на получение дивидендов, преимущественные права на приобретение акций дополнительных выпусков. Все риски снижения цены переданных акций в заем возлагаются на заимодавца [Mittermeier M., 2014: 100–104].

Голосование по заемным акциям не урегулировано законодательством единообразно. Предполагается, что заемщик не реализует права голоса по заемным акциям в полном объеме. Осуществление права голоса не соответствует экономической цели займа акций и должно толковаться не иначе, как вмешательство в частные дела корпорации при том, что заемщик акций не имеет присущей участнику корпорации заинтересованности и связанности с ее делами. Спорно утверждение, что в условиях распространения электронно-автоматизированного оборота ценных бумаг в масштабах мировой торговли рынок займа акций продолжает расти. Нельзя отрицать возможной полезности эпизодического использования займа акций в отдельных сделках, но говорить о его универсальной востребованности на рынке ценных бумаг едва ли обосновано.

Особенности рынка и депозитарного учета ценных бумаг полагаются в большей степени на широту возможностей и гибкость конструкций РЕПО, дающих в отличие от займа акций набор и варианты сочетания опций управления корпоративным контролем в корпорации с получением гарантированного дохода от продажи ценных бумаг акционером. На том основании, что экономическая основа и юридическая форма РЕПО состоит в возмездной возвратной передаче ценных бумаг, а акты их передачи и возврата неразрывны и в смысловом, и нормативном значении, нельзя согласиться с

пониманием и описанием РЕПО как «не самостоятельного типа договора, а лишь одного вида купли-продажи с обязательством обратного выкупа, являющегося самостоятельным типом договора, непоименованным в российском законодательстве» [Хлюстов П.В, 2013: 10–11].

## **Заключение**

Экономические отношения по концентрации и реализации корпоративного контроля являются следствием движения инвестиций и капиталов участников предпринимательской деятельности, объектом правового регулирования при создании и деятельности юридических лиц. Отсутствуют основания для рассмотрения корпоративного контроля в значении института права. В целях предупреждения и минимизации корпоративных конфликтов правом определяются пределы и ограничения осуществления корпоративных прав, устанавливается баланс разновекторных интересов участников корпоративных правоотношений, определяется ответственность контролирующих лиц, устанавливаются требования и юридические последствия приобретения участия в юридическом лице.

Условием визуализации и идентификации корпоративного контроля является оценка фактических условий его концентрации и реализации в конкретной корпорации безотносительно к заранее определенным и общепринятым стандартам объема (количества) участия.

Баланс интересов рынка и участников корпоративных отношений требует нормативного закрепления всеобщей обязанности полного раскрытия информации об объеме приобретенного корпоративного контроля в корпорации, но не искусственного сдерживания использования договорных инструментов для его перераспределения и расщепления за счет установления в законодательстве соответствующих запретов на осуществление предпринимательской деятельности.



## **Библиография**

- Глушецкий А.А. Корпоративный контроль участников хозяйственного общества и методы его формирования // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2013. № 3. С. 38–48.
- Гутников О.В. Корпоративная ответственность в гражданском праве. М.: Норма, 2019. 488 с.
- Дьяченко Е.Б. Контроль за корпорациями: доктрина и практика. М.: Инфотропик Медиа, 2013. 144 с.
- Зотова Е.К. Сохранение корпоративного контроля в акционерном обществе в праве Германии и России: Дис. ... к.ю.н. М., 2019. 269 с.

- Кулагин М.И. Государственно-монополистический капитализм и юридическое лицо / Избранные труды. М.: Статут, 1997. 329 с.
- Лавров М.В. Риск в сфере корпоративного контроля: гражданско-правовые аспекты: Дис. ... к.ю.н. Волгоград, 2006. 200 с.
- Ломакин Д.В. Контроль как форма зависимости юридических лиц // Хозяйство и право. 2018. N 2. С. 3–20.
- Осипенко О.В. Корпоративный контроль: экспертные проблемы эффективного управления дочерними компаниями. М.: Статут, 2014. 686 с.
- Сарбаш С.В. Восстановление корпоративного контроля // Вестник гражданского права. 2008. N 4. С. 70–79.
- Степанов Д.И. Феномен корпоративного контроля // Вестник гражданского права. 2009. N 3. С. 142–206.
- Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. М.: Статут, 2013. 456 с.
- Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях М.: Статут, 2000. 666 с.
- Хлюстов П.В. Договор репо в российском гражданском праве: Автореф. дис. ... к.ю.н. М., 2013. 260 с.
- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. Chicago, 2000. 318 p.
- Beyer J. Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland. *Leviathan*, 1999, no 4, pp. 518–536.
- Cioffi J., Höpner M. Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus. Aktionärsorientierte Reformen in Deutschland, Frankreich, Italien und USA. *Politische Vierteljahresschrift*, 2006, no 3, pp. 419–440.
- Christoffersen S. et al. Vote Trading and Information Aggregation. *Journal of Finance*, 2007, vol. 62, pp. 2897–2929.
- Deborah A. The Mechanism of Control. *Connecticut Journal of International Law*, 1999, vol. 13, pp. 233–255.
- Eichner M. Anschleichen bei Unternehmensübernahmen: Perfides taktisches Manöver oder achtbare strategische Entscheidung? *Zeitschrift für Rechtspolitik*, 2010, 43 Jahrg. S.1–5.
- Einsele D. Kapitalmarktrecht und Privatrecht. *Juristen Zeitung*, 2014, no 14, S.703-714.
- Fama F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, pp. 383–417.
- Fey G. Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt: Die Aktienrechtsreformen von 1965 und 1998 im Vergleich. Stuttgart: Gruyter, 2000. 83 S.
- Gierke O. Das deutsche Genossenschaftsrecht. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, Bd. 4. 1913. 567 S.
- Geibel S. Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht. Tübingen: Mohr Siebeck, 2008. 523 S.
- Gullifer L., Payne J. *Corporate Finance Law: Principles und Policy*. Oxford, 2015. 896 p.
- Haar B. Law and Finance. Kapitalmarktentwicklung in interdisziplinärer Perspektive. *Juristen Zeitung*, 2008, no 20, pp. 964–974.
- Henry T., Bernard S. The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. *Southern California Law Review*, 2006, vol. 79, pp. 811–908.
- Hopt K., Kanda H., Rock E. *The Anatomy of Corporate law*. Oxford: University, 2009. 352 p.

- Heindel T. et al. Aktienrecht und Kapitalmarktrecht. Bonn: Nomos, 2020. 3293 S.
- Houben E. Funktionsweise und effiziente Ausgestaltung des Marktes für Unternehmenskontrolle. Bonn: Diplomica, 1998. 66 S.
- Kaserer K. Mehr Aktionärsrechte und weniger Interessenskonflikte für eine verbesserte Corporate. Die Unternehmung, 2011, no 4, p. 320–327.
- Khachatryan A. Trapped in Delusions: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in the European Union. European Business Organization Law Review, 2007, vol. 8, pp. 335–367.
- Kraakman R., Armour J. et al. The anatomy of corporate law. Oxford: University, 2009, 352 p.
- Kroeze M., Timmerman L., Wezeman J. De kern van het ondernemingsrecht. Deventer: Wolters Kluwer, 2017. 278 p.
- Lohrer S. Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht. Baden-Baden: Nomos, 2001. 320 S.
- Lutz R. Der Gesellschafterstreit. München: C.H. Beck, 2017. 563 S.
- Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. Journal of Political Economy, 1965, vol. 73, pp. 110–120.
- Mittermeier M. Empty Voting: Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft. Hamburg: Gruyter, 2014, 468 S. Moerland P. Corporate Ownership and Control Structures: International Comparison. Review of Industrial Organization, 1995, pp. 443–464.
- Reichert J., Weller M. Haftung von Kontrollorganen: Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung. Zeitschrift für Rechtspolitik, 2002, 35. Jahrg., H. 2, S. 45–63.
- Ripert G. Les aspects juridiques du capitalisme. Paris: LGDJ, 1952, 354 p.
- Robert C. Vote Buying und Corporate Law // Case Western Reserve Law Review, 1979, vol. 29, pp. 776–807.
- Shen J. Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective. Hong Kong Law Journal, 2016, vol. 46, pp. 1–14.
- Windolf P. Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. Zeitschrift für Soziologie, 1994, Jg. 23, Heft 2, S. 73–92.
- Zechner J. Institutions of Corporate Governance: Comment // Journal of Institutional and Theoretical Economics. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 1999, no 1, pp. 19–21.

---

## **Pravo. Zhurnal Vysshey Shkoly Ekonomiki. 2021. No 1**

### **Corporate Control in Russian and Foreign Law: Relations of Economy and Law**



**Sergey Sinitsin**

Leading Researcher, Institute of Legislation and Comparative Law under Government of Russian Federation, Doctor of Juridical Sciences. Address: 34 Bolshaya Cheremushkinskaya Str., Moscow 117218, Russia. E-mail: synss@mail.ru

## Abstract

The accelerating pace of development of socio-economic relations is a powerful impetus for the modernization of legislation, which in the conditions of globalization of markets should not only preserve the stability properties, providing a balance of private and public interests, but also create conditions for the further development of entrepreneurship. Legislation-designed models for regulating corporate relations and control are in the zone of close attention of business, regulators, and the legal community. Over the entire history of the development of corporate law, the legislator has not found the optimal form of combining the dispositive and peremptory regulation of corporate legal relations, providing an adequate reflection of economic realities and resolving the conflict of multidirectional interests of participants in corporate relations. The issues of choosing the priority of protected interests, determining the limits for exercising and protecting corporate rights, finding acceptable forms of concentration and implementing corporate control in business are relevant. The market knows a wide arsenal of multifunctional contractual methods for acquiring and splitting corporate control (repos, equity loans, options, swaps, derivatives, securities difference agreements, etc.) that ensure the private interests of investors and lenders. However, ensuring the freedom to exercise private interest in choosing a corporate control model presumes that the public interest is in the stability of turnover and the protection of an indefinite number of persons participating in it, which can be ensured through mandatory public disclosure of corporate control information in the corporation. In modern conditions, the legal regulation of the concentration and implementation of corporate control is a prerequisite for creating a healthy investment and business climate in the economy, guarantees for the interests of investors and participants of the corporation, which should be taken into account when developing corporate legislation. The definition and differentiation of the economic content and legal form of corporate control is necessary for the further development of mechanisms and models for the implementation and protection of corporate rights. The legal regulation of corporate control is not homogeneous and is not limited only to the subject of civil law regulation of corporate relations; according to industry, certain segments of corporate control relations can be regulated by competition and financial law.

## Keywords

legal and economic content of corporate control, corporate law, market, legal relations, imperative and dispositive nature, competition.

**For citation:** Sinitsin S.A. (2021) Corporate Control in Russian and Foreign Law: Relations of Economy and Law. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki*, no 1, pp. 4–36 (in Russian) DOI: 10.17323/2072-8166.2021.1.4.36

## References

- Bebchuk L., Kraakman R., Triantis G. (2000) *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*. University of Chicago Press, 318 p.
- Beyer J. (1999) Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland. *Leviathan*, vol. 27, no 4, pp. 518–536.
- Cioffi J-W., Höpner M. (2006) Das parteipolitische Paradox des Finanzmarktkapitalismus. Aktionärsorientierte Reformen in Deutschland, Frankreich, Italien und den USA. *Politische Vierteljahresschrift*, vol. 47, no 3 (September), pp. 419–440.

- Christoffersen S., Geczy C., Musto D., Reed A. (2007) Vote Trading and Information Aggregation. *Journal of Finance*, vol. 62, p. 2897–2929.
- Deborah A. (1999) The Mechanism of Control. *Connecticut Journal of International Law*, vol. 13, pp. 233–255.
- Dyachenko E.B. (2013) *Control over corporations*. Moscow: Infotropik Media, 144 p. (in Russian)
- Eichner M-P. (2010) Anschleichen bei Unternehmensübernahmen — Perfides taktisches Manöver oder achtbare strategische Entscheidung? *Zeitschrift für Rechtspolitik*, 43. Jahrg., S.1–5.
- Einsele D. (2014) Kapitalmarktrecht und Privatrecht. *Juristen Zeitung*, no 14 (18. Juli), S. 703–714.
- Fama F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of finance*, vol. 25, p. 383–417.
- Fey G. (2000) *Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt: Die Aktienrechtsreformen von 1965 und 1998 im Vergleich*. Stuttgart: Gruyter, 83 S.
- Gierke O. (1913) *Das deutsche Genossenschaftsrecht*. Berlin: Weidmannsche Buchhandlung, Bd. 4, 567 S.
- Geibel S-J. (2008) *Treuhandrecht als Gesellschaftsrecht*. Tübingen: Mohr Siebeck, 523 S.
- Glushetsky A. (2013) Corporate control of participants of economic society and methods of its formation. *Management and biznes-administrirovanie*, no 3, pp. 38–48 (in Russian)
- Gullifer L., Payne J. (2015) *Corporate Finance Law: Principles and Policy*. Oxford: University, 896 p.
- Gutnikov O.V. (2019) *Corporate liability in civil law*. Moscow: Norma, 488 p. (in Russian)
- Haar B. (2008) Law and Finance — Kapitalmarktentwicklung in interdisziplinärer Perspektive. *Juristen Zeitung*, no 20, pp. 964–974.
- Heindel T. (hsg.) (2020) *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*. Bonn: Nomos, 3293 S.
- Henry T., Bernard S. (2006) The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. *Southern California Law Review*, vol. 79, pp. 811–908.
- Hopt K., Kanda H., Rock E. (2009) *The Anatomy of Corporate law*. Oxford: University, 352 p.
- Houben E. (1998) *Funktionsweise und effiziente Ausgestaltung des Marktes für Unternehmenskontrolle*. Bonn: Diplomica Verlag, 66 S.
- Kaserer K. (2011) Mehr Aktionärsrechte und weniger Interessenskonflikte für eine verbesserte Corporate. *Die Unternehmung*, vol. 65, no 4, p. 320–327.
- Khlyustov P. V. (2013) Repo contract in Russian civil law. Candidate of Juridical Sciences Thesis. Moscow, 260 p. (in Russian)
- Khachatryan A. (2007) Trapped in Delusions: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in the European Union. *European Business Organization Law Review*, vol. 8, pp. 335–367.
- Kraakman R., Armour J., Davies P. et al. (2017) *De kern van het ondernemingsrecht*. Deventer: Wolters Kluwer, 278 p.
- Kulagin M.I. (1997) *State monopolistic capitalism and legal person*. Moscow: Statut, 329 p. (in Russian)
- Lavrov M.V. (2006) Risk in the sphere of corporate control. Candidate of Juridical Sciences Thesis. Volgograd, 200 p. (in Russian)



- Lohrer S. (2001) *Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht*. Baden-Baden: Nomos, 320 S.
- Lomakin D.V. (2018) Control as a form of dependency of legal entities. *Khozyaystvo i pravo*, no 2, pp. 3–20 (in Russian)
- Lutz R. (2017) *Der Gesellschafterstreit*. München: C.H. Beck, 563 S.
- Manne H.G. (1965) Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, vol. 73, p. 110–120.
- Mittermeier M. (2014) *Empty Voting: Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*. Hamburg: De Gruyter, 468 S.
- Moerland P. (1995) *Corporate Ownership and Control Structures: An International Comparison*. Review of Industrial Organization, pp. 443–464.
- Osipenko O.V. (2014) *Corporate control: problems of managing subsidiaries*. Moscow: Statut, 686 p. (in Russian)
- Reichert J., Weller M.-F. (2002) Haftung von Kontrollorganen: Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung. *Zeitschrift für Rechtspolitik*, 35. Jahrg., H. 2, S. 45–63.
- Ripert G. (1952) *Les aspects juridiques du capitalisme moderne*. Paris: LGDJ, 354 p.
- Robert C. (1979) Vote Buying und Corporate Law. *Case Western Reserve Law Review*, vol. 29, pp. 776–807.
- Sarbash S.V. (2008) The restoration of corporate control. *Vestnik grazhdanskogo prava*, no 4. pp. 70–79 (in Russian)
- Shen J. (2016) The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective. *Hong Kong Law Journal*, vol. 46, pp. 1–14.
- Stepanov D.I. (2009) The phenomenon of corporate control. *Vestnik grazhdanskogo prava*, no 3, pp. 142–206 (in Russian)
- Sukhanov E.A. (2013) *Comparative corporate law*. Moscow: Statut, 456 p. (in Russian)
- Tarasov I.T. (2000) *The doctrine of joint-stock companies*. Moscow: Statut, 666 p. (in Russian)
- Windolf P. (1994) Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. *Zeitschrift für Soziologie*, Jg. 23, Heft 2, S. 73–92.
- Zechner J. (1999) Institutions of Corporate Governance: Comment. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, vol. 155, no 1, pp. 19–21.
- Zotova E.K. (2019) Corporate control in a company limited by shares in Germany and Russia. Candidate of Juridical Sciences Thesis. Moscow, 269 p. (in Russian)