

**Российско-Европейский Центр Экономической Политики**

**НАУЧНЫЕ ТРУДЫ РЕЦЭП  
«УНИФИКАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО  
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА: ОБЩЕМИРОВЫЕ  
ТЕНДЕНЦИИ, ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ЕС И  
ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИИ»**

**А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов**

Сентябрь 2002

# Унификация корпоративного законодательства: общемировые тенденции, законодательство ЕС и перспективы России<sup>1</sup>

## Содержание

Глава 1. Рецепция и унификация корпоративного законодательства: общемировой процесс и национальные ограничения	3
1.1. Рецепция, конвергенция и унификация	3
1.2. Некоторые проблемы традиционных моделей	11
Глава 2. Особенности унификации законодательства о компаниях в ЕС	14
2.1. Общие положения	14
2.2. Директивы в области корпоративного права	17
2.3. «Европейская компания»	24
2.4. Слияния и поглощения	28
2.4.1. Термины и модели: некоторые страновые различия	28
2.4.2. Регулирование слияний и поглощений в праве ЕС	32
2.5. Банкротства	38
Глава 3. Российское законодательство о компаниях и перспективы использования опыта ЕС	39
3.1. Рецепция и общие тенденции развития законодательства о компаниях в переходной экономике	39
3.2. Особенности России в контексте потенциальной гармонизации законодательства о компаниях	45
3.2.1. Формальные критерии	45
3.2.2. Реальные критерии и рекомендации для России	50
Источники	64

---

<sup>1</sup> Краткая версия доклада опубликована в Белой Книге РЕЦЭПа «По единому экономическому пространству ЕС и России»

## **Глава 1. Рецепция и унификация корпоративного законодательства: общемировой процесс и национальные ограничения**

### **1.1. Рецепция, конвергенция и унификация**

Прежде всего следует принять во внимание естественный процесс рецепции и унификации права, который может происходить как в рамках одного государства, так в региональном и всемирном масштабе.<sup>2</sup>

На национальном уровне развитие корпоративного законодательства не может быть правильно оценено без учета взаимного влияния норм других стран. Достижения корпоративного права очень быстро воспринимаются законодательством и практикой других стран, поэтому «право акционерных обществ в каждой стране создается усилиями всех стран мира» (Ripert, p. 678). При этом унификация происходит не при помощи международных договоров, а преимущественно путем односторонней рецепции понятий, конструкций и институтов иностранного акционерного права. Большинство юристов не считают такое сближение правовых систем унификацией, рассматривая его лишь как копирование или имитацию иностранного права (Matteucci, p. 338).

В историческом плане, по имеющимся оценкам, наибольшее воздействие на эволюцию правового регулирования акционерных обществ оказывает право Франции, США и ФРГ. Общее значение Гражданского (1804) и Торгового (1807) кодексов Наполеона и Торгового кодекса Бисмарка 1897 г. не требует комментариев. Рецепция германского гражданского права Японией в конце XIX века была вызвана необходимостью обновления правовой регламентации хозяйственной жизни при отсутствии собственного адекватного правового материала. Японский Закон об акционерных обществах 1951 года в основном воспроизвел законодательство США о предпринимательских корпорациях. Конвертируемые облигации, узаконенные в большинстве стран Европы, впервые появились в США. Германский закон от 29 апреля 1892 года впервые ввел «товарищество с ограниченной ответственностью», ставшее затем стандартной мировой организационно-правовой формой мелкого и среднего бизнеса. Принятые во многих странах Европы законы о товариществах с ограниченной ответственностью, в свою очередь, оказали влияние на правовой статус частных компаний Англии и закрытых корпораций США.

Рецепция характерна и для современного периода, особенно для 90-х гг. прошлого века, когда происходила радикальная смена хозяйственного законодательства в странах с переходной экономикой (см. ниже).

В современных условиях (на рубеже XX-XXI веков) можно говорить также о конвергенции - сближении национальных моделей корпоративного управления (таблица 1) за счет взаимного обогащения отдельными элементами (но в рамках рецепции).

Наиболее общая и характерная для всех стран тенденция в развитии элементов структуры управления в последней четверти XX века - сужение компетенции общего собрания акционеров и легализация независимого от него положения совета директоров (правления). В настоящее время, напротив, приобретает актуальность дискуссия о развитии такой формы, как «виртуальное собрание акционеров», что стало возможно на основе новых технологий. В частности, изучение этого вопроса входит в приоритетный план работы созданной в ЕС в

---

<sup>2</sup> Подробно см.: Кулагин, 1997, с. 66-71, 213-219.

2001 году Группы экспертов высокого уровня по законодательству о компаниях (High Level Group of Company Law Experts).

**Таблица 1. Сравнительная характеристика “англо-американской”, “японской” и “германской” моделей корпоративного управления**

	Англо-американская*	Японская	Германская**
<b>Общая характеристика и особенности</b>	- Наличие многих неаффилированных акционеров; - Дисперсия собственности; - Предпочтение акционерного финансирования	- Высокая доля аффилированных компаний в составе акционеров; - Кросс-холдинги “кейрецу” (группы компаний, объединенные совместным владением и управлением); - Неформальная концентрация собственности	- Долгосрочные владения банков в корпорациях; - Долгосрочные вложения самих корпораций в других неаффилированных корпорациях; - Формальная концентрация собственности (семейный контроль через мажоритарное владение); - Предпочтение банковского финансирования
<b>Отдельные вопросы:</b>			
<b>(1) Ключевые участники</b>	- Управляющие; - Директора; - Акционеры  Принцип отношений - “баланс сил”	- Ключевой банк-кредитор и ядро “кейрецу” (неофициальный контроль менеджеров корпорации); - Аффилированная компания-акционер корпорации; - Менеджеры; - Правительство  Принцип отношений - “установление взаимоотношений”	- Коммерческие банки (акционеры и кредиторы); - Корпоративные акционеры  Принцип отношений - “прямой контроль” (реально) и “социальное партнерство” (формально)
<b>(2) Основные акционеры</b>	Рост доли небанковских финансовых институтов и корпораций; Высокая доля индивидуальных акционеров; Низкая доля иностранных инвесторов	Рост доли банков, страховых компаний и корпораций	Рост доли банков, пенсионных фондов и корпораций; Низкая доля индивидуальных акционеров; Высокая доля иностранных инвесторов
<b>(3) Состав совета (советов) директоров</b>	Унитарный совет директоров, включает <b>независимых</b> директоров (тенденция к росту их числа в советах)	Совет исполнительных директоров состоит из <b>аффилированных лиц</b> (исполнительные директора, руководители отделов), а также	<b>Двухпалатное</b> правление: - исполнительный орган (правление - чиновники корпорации) - наблюдательный совет

		оставных чиновников. Представители “аут-сайдеров” входят редко.	(“аффилированно-независимые” акционеры и <b>работники</b> )
<b>(4) Правовые и институциональные рамки</b>	США: законы штатов – права и обязанности корпораций, SEC - отношения “корпорация-акционер”, “акционер-акционер”; Великобритания- Парламент и Коллегия по ценным бумагам и инвестициям	Министерства, ответственные за промышленную политику; Управление ценных бумаг Минфина и Комитет по надзору за фондовыми биржами (послевоенное копирование правового регулирования США)	Федеральный уровень: законы об АО, фондовых биржах, группах, торговое право, правила управления АО; “Земли”: регулирование бирж
<b>(5) Требования по раскрытию информации</b>	Высокоразвитое жесткое и детальное законодательство; Финансовая информация предоставляется ежеквартально; персональная информация о вознаграждениях; данные о всех акционерах, владеющих более 5 % акций; важная роль биржи	Менее жесткие требования; финансовая информация предоставляется за 6 месяцев; совокупная информация о вознаграждениях; данные о 10 крупнейших акционерах	Менее жесткие требования; финансовая информация предоставляется за 6 месяцев; совокупная информация о вознаграждениях; данные о всех акционерах, владеющих более 25 % акций; сведения о членах наблюдательного совета и их владениях акциями не сообщаются
<b>(6) Механизмы взаимодействия между участниками</b>	<b>В целом:</b> на базе разделения владения и управления (контроля) <b>Технически:</b> доступный и простой механизм, акционеры получают по почте информацию о собрании, годовой отчет и бюллетени для голосования, право голосовать по доверенности	<b>В целом:</b> слабое влияние независимых (неаффилированных) акционеров на дела корпорации в силу специфического состава владельцев, проблемы голосования для неяпонских акционеров и институциональных инвесторов <b>Технически:</b> простой механизм, доступность для всех акционеров годовых отчетов и материалов собраний, право голосовать по доверенности.	<b>В целом:</b> разделение контроля и управления (двухпалатный совет) Узаконены <b>ограничения прав</b> акционеров при голосовании (число голосов может быть меньше числа акций). Подробно проработаны положения о предложениях акционеров (в расчете на мелких). <b>Препятствия:</b> - большинство акций - на предъявителя (не регистрируются), поэтому документы для акционеров

			направля-ются вначале в банк- депозитарий для пере-сылки акционерам; - необходимо либо присутствовать на собрании, либо быть представленным своим депозитарием.
<b>(7) Действия корпорации, требующие одобрения акционеров</b>	Обязательно - выборы директоров и назначение аудиторов, а также – планы опционов, реорганизация, слияние и покупка контрольного пакета. Право предложений по бизнесу. В Великобритании - размер дивидендов.	Обычно - выплата дивидендов, распреде-ление средств, выборы совета директоров и назначение аудитора, а также изменение капи-тала, устава, выходные пособия директорам и аудиторам, верхний предел вознаграждений директорам и аудито- рам. С 1981 - право пре-дложений по бизнесу (Коммерческий кодекс), но не поощряется	Обычно - выплата дивидендов, распреде-ление средств, выборы наблюдательного совета и назначение аудитора, ратификация решений исполнительного и наблюдательного советов за финансовый год, а также изменение капитала, устава, слияния, верхний предел вознаграждений. Распространено право предложений.

\* В отличие от чисто американской и чисто английской моделей, англо-американская модель существует в Австралии, Канаде и Новой Зеландии.

\*\* Германская модель (некоторые элементы) применяется в Австрии, Нидерландах, Скандинавских странах, а также в некоторых корпорациях Франции и Бельгии. Большинство европейских стран с переходной экономикой также ориентируется на использование этой модели.

*Источники: Шерман, Бэбкок, Мазулло, 1994; Berglof, 1990; Prentice, Holland, 1993; Monks, Minow, 1995; Turnbull, 1997; Charkham, Simpson, 1999; Charkham, 1994; Board Directors..., 1992; De Vroey, 1973; Morin, 1988; Roe, 1994; Wouters, 1973.*

Некоторые исследователи отмечают наметившееся сближение моделей и по ряду других признаков (помимо падения и потенциального возрождения роли собрания акционеров).<sup>3</sup> В США, например, это проявляется в тенденции возрастающего давления “голоса” со стороны инвесторов (по мере роста доли институциональных инвесторов). В Японии в 80-е гг. отмечено ослабление связей в рамках “кейрецу” между банками и сильными корпорациями, способными получить финансирование на внешнем рынке. Критики американской модели считают необходимым усилить акцент на “голос”. Критики же германской и японской моделей высказываются за их большую открытость, гибкость, простоту “входа” и “выхода”. Можно говорить и о сопряженных тенденциях к унификации основных компонентов инфраструктуры рынка ценных бумаг.

<sup>3</sup> Более подробно об этом см.: Грэй, Хэнсон, 1994.

Существенным также является постепенное переосмысление перспектив и значимости различных внешних механизмов корпоративного управления. Значимость рынка капиталов и рынка корпоративного контроля является безусловной по определению. По оценкам, будущее принадлежит не институциональному, а именно рыночному контролю. Об этом, в частности, свидетельствует опыт Германии, где происходит как быстрое развитие рынка капиталов, так и активизация процессов публичных поглощений (public takeovers). Более того, задержка с принятием проекта тринадцатой директивы о поглощениях Совета ЕС обусловила разработку в Германии национального акта о поглощениях вне зависимости от перспектив принятия тринадцатой Директивы.

Такие механизмы, как аудит и раскрытие информации (ключевые в англо-американской модели), рассматриваются в Германии как основа будущего корпоративного управления (акт 1998 года), тогда как в США в академических кругах усиливается отрицательное отношение к их роли в корпоративном управлении. Среди аргументов в пользу такого отрицательного отношения можно указать гипотезу эффективных рынков капитала, неверие в регулирование и регулирующие агентства (включая SEC), аргументы в терминах теории общественного выбора и др. (Nort, 2000). Дело «Энрон» 2001 года может стать прикладным аргументом в пользу такой точки зрения.

Тем не менее в целом можно выделить несколько общемировых тенденций, которые характерны для дальнейшего совершенствования корпоративного права:

- усиление требований “прозрачности” (раскрытия информации) АО;
- параллельный процесс усиления правомочий органов управления АО и контроля за органами управления со стороны акционеров;
- расширение судебного контроля за деятельностью АО;
- развитие законодательства по защите прав мелких акционеров по всему спектру проблем (преимущественное право покупки акций новых выпусков, квалифицированное (или выше) большинство, правила слияний и поглощений, кумулятивное голосование и др.);
- развитие законодательства по защите прав кредиторов АО;
- ужесточение регламента выпуска акций, изменения уставного капитала, введение требований недопустимости увеличения прибыли за счет основного капитала;
- сближение правового статуса акции и облигации;
- особое внимание к вопросам реорганизации АО, преобразования АО в другие виды обществ и наоборот;
- ужесточение регулирования взаимоотношений между различными юридически независимыми, но экономически взаимосвязанными АО (например, понятие “группы” во французском праве) .

Как видно из этого краткого перечня, указанные проблемы не менее актуальны и для многих стран с переходной экономикой (в том числе и для России), преобразования в которых уже достигли определенного качественного уровня.

Непосредственное влияние на рассматриваемые вопросы оказывает также стремление выработать определенный стандарт «корпорации XXI века», связанное с нарастающим процессом глобализации экономики и формированием «новой экономики» на основе информационно-коммуникационных технологий (см. Юданов, 2001). Движущими силами

современной реформы корпоративного законодательства, охватившей практически все страны, объективно являются:

- интернационализация и конкуренция;
- быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре;
- появление новых отраслей;
- развитие финансовых рынков и новых технологий.

Значительное количество различных национальных и международных кодексов корпоративного управления, появившихся в 90-е гг., отражают эту тенденцию и все в большей степени влияют на традиционное законодательство (Норт, 2000; Gregory, 2001).

В то же время достаточно распространенным остается мнение, что эффективность функционирования «корпорации XXI века» будет тем выше, чем больше будут учтены принципы национального предпринимательства. Как отмечают, например, Э.Берглоф и Э.-Л. фон Тадден, обобщение чаще бывает вредным, чем полезным, и все международные кодексы должны признавать национальные различия (Berglöf, von Thadden, 1999). Попытки трансплантации институтов (имитации импорта институтов), связанные с политическими и идеологическими соображениями, но не учитывающие реалии национальных традиций и экономико-правовых особенностей, обычно заканчиваются неудачей.

В рамках ЕС это связано прежде всего с объективно сохраняющимися национальными различиями в формах и методах функционирования корпораций. Модель Великобритании традиционно связана с рыночным подходом. Модель «рейнского капитализма», предусматривающая финансирование за счет стратегических партнеров (банков, страховых компаний) отнюдь не утратила своего значения в Германии. В Италии доминируют ресурсы олигархических финансовых групп, в Испании – ведущих финансово-промышленных корпораций. Во Франции важнейшим кредитором сравнительно часто выступает государство. В Скандинавских странах модель «государства всеобщего благоденствия» прямо предполагает сильное государственное воздействие. С точки зрения функционирования корпораций принципиальное значение, тем не менее, имеет одна общая черта – отсутствие серьезного финансирования через фондовый рынок (т.е. через посредников) и доминирование стратегических партнеров.<sup>4</sup>

На мировом уровне обострились дискуссии о целесообразности ориентации других стран, в том числе ЕС, на единую (преимущественно американскую) модель корпорации.

В рамках данной дискуссии речь идет о наиболее общих принципах функционирования современной крупной компании – «корпорации XXI века», которые часто отождествляют с «американским» подходом и попытками навязать миру англо-американскую модель бизнеса. В принципе можно согласиться лишь с подходом, что не должно быть единого размера для всех, однако ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления (Fremont, Caraul, 2002).

Более специализированные элементы различных моделей трансплантировать крайне проблематично. В качестве примера Э.Берглоф и Э.-Л. фон Тадден приводят Директиву ЕС

---

<sup>4</sup> При этом отмечается, что лидирующие позиции в европейском экспорте и импорте прямых инвестиций (и в целом по масштабам интеграции в мировую экономику) занимают 2 страны, которые в наибольшей степени среди стран ЕС являются приверженцами «акционерного капитализма», - Великобритания и Нидерланды (см. Юданов, 2001).



1993 года касательно прозрачности компаний в сфере собственности и контроля, т.е. там, где континентальные страны ЕС не отличаются эффективным регулированием. Ее принятие было вызвано острой критикой со стороны адептов рыночного подхода к корпоративному управлению, в рамках которого прозрачность информации о собственности и системах контроля является изначально позитивной. Тем не менее, по оценкам, эта Директива не дала ощутимого прогресса: большинство компаний и даже стран ЕС нашли пути для обхода ограничений, установленных ЕС (ESGN, 1998). Аналогичная ситуация складывается в России с использованием «англо-американского» инструментария защиты прав миноритарных акционеров в условиях растущей концентрации акционерной собственности.

Вместе с тем новые экономические и технологические реалии объективно поставили перед крупными компаниями ЕС вопрос о дополнении финансирования со стороны стратегических партнеров привлеченными ресурсами с национального и международного рынка капиталов. Политику «накачивания акционерной собственности» проводят германская «Сименс», французская «Алкатель» и «Данон», испанская «Телефоника» и др.<sup>5</sup> Тем не менее весомыми препятствиями для реального заимствования американского подхода остаются:

- догматическая ориентация на рост стоимости акций (деятельность компании в интересах только акционеров) сдерживается в странах ЕС доминирующим принципом «социальной ответственности компаний»;
- сравнительное преобладание долгосрочных стратегий и мотиваций в деятельности европейских компаний также обуславливает настороженное отношение к «диктатуре акционеров», которая может потребовать максимальной эффективности в краткосрочном периоде в интересах роста курсовой стоимости;
- высокий уровень прозрачности корпорации, типичный для модели «акционерного капитализма», отнюдь не всегда характерен для принципов европейской предпринимательской культуры;
- существующие сомнения в отношении устойчивости «новой экономики» и представление ряда европейских аналитиков о высоком уровне развития фондового рынка в США как временном факторе (Юданов, 2001, с.70).

На уровне реформы законодательства о компаниях подходы также совершенно различны, и рецепты зависят от социального статуса авторов (Норт, 2000):

- реформа советов директоров;
- усиление роли частных и институциональных акционеров (как ответ на глобализацию рынков и современные технологии);
- разработка законов и правил для «групп компаний» (прежде всего со стороны судей и регуляторов ряда стран континентальной Европы);
- сотрудничество с наемными работниками «на заводе и в совете директоров»;
- защита прав акционеров и инвесторов как абсолютный приоритет в интересах экономического роста и преобразований, главенство рынка над негибкими национальными законами и доктринами (представители современной экономической теории/ modern economics).

---

<sup>5</sup> Как отмечает “The Economist” (2000, May 20, pp. 31-32), хотя общее число акционеров в континентальной Европе остается незначительным, их становится больше, чем государственных служащих во Франции, членов профсоюзов в Германии и безработных в Италии.

При исследовании процессов унификации права на региональном и мировом уровне для обозначения процесса унификации иногда используется выражение «интернационализация права». В юридической литературе и в международных соглашениях процесс формирования единообразного правового регулирования или результат этого процесса обычно именуют сближением, гармонизацией, согласованием права.

Определенная попытка сформировать некие единые принципы корпоративного управления как рекомендательный набор стандартов наилучшей практики была предпринята ОЭСР в 1999 году (OECD, 1999).

Тем не менее наиболее полное (из всего имеющегося в мире опыта) представление о данном процессе на уровне одного из наиболее развитых регионов мира дает опыт ЕС. Существенно также, что решения ЕС оказывают все большее влияние на гражданское и торговое право стран-членов, и, с учетом возможных кандидатов на вступление, на весь Европейский регион.

Исследователи отмечают тот факт, что границы воздействия законодательства ЕС на национальные корпоративные нормы отчасти трудно различимы (Dine, 1998). Это вызвано тем, что большинство изменений, привносимых Евросоюзом, обретают законодательный статус при помощи обычной процедуры принятия законодательного акта. Многие просто не отдают себе отчета в том, что огромное количество изменений в законодательстве на самом деле обязано своим появлением Директивам, т.е. они были включены в меры по реформированию корпоративного законодательства постольку, поскольку страны ЕС несут обязательства по реализации той или иной Директивы.

Вопрос об учете унифицированных норм ЕС при совершенствовании российской модели корпоративного управления приобрел особую актуальность в 2001 году.<sup>6</sup> Как известно, необходимость формирования зоны свободной торговли между ЕС и Россией (включая создание «условий для реализации свободы учреждения компаний» и «движения капитала») была отмечена еще в Соглашении о партнерстве и сотрудничестве, подписанном на Корфу 24 июня 1994 года и вступившем в силу 1 декабря 1997 года. В Коллективной стратегии ЕС по отношению к России (3-4 июня 1999 года) сформулирована задача «интеграции России в общеевропейское экономическое и социальное пространство». Данная стратегия предполагает создание «в будущем между Россией и ЕС зоны свободной торговли» и, по мере постепенного сближения законодательства и стандартов, единого экономического пространства.

В мае 2001 года на саммите России и ЕС была высказана идея о целесообразности формирования «единого европейского экономического пространства». В определенном смысле Стратегическая программа до 2010 года ориентирована на адаптацию европейских институтов (критериев) к российским условиям, что предполагает, в частности, такие направления, как способность обеспечивать эффективное функционирование конкурентного механизма, стабильность законодательства, защита собственности, действенность процедур банкротства, устойчивость финансовых рынков, адекватные государственные и административные институты.

При оценке перспектив сближения стандартов ЕС и России в области корпоративного управления необходимо принять во внимание как собственно опыт ЕС, так и специфику

---

<sup>6</sup> Подробно см.: Борко, 2001; Горский, 1998; Журкин, Кудров, 1996; Лешуков, 1998; Мау, 2002, с.18-20; Фонтен, 1994; Шмелев, 2002.

развития законодательства о компаниях (моделей корпоративного управления) в переходных экономиках.

## 1.2. Некоторые проблемы традиционных моделей

Особенности экономико-правовой инфраструктуры, в рамках которой владельцы акций могут реализовать свои права собственности, и характер распределения акционерной собственности определяют существенно различные механизмы корпоративного управления. При этом отсутствие или сравнительно малое распространение одних механизмов (связанных, например, с рыночным перехватом корпоративного контроля) может компенсироваться наличием других (таких как владение крупным пакетом акций, семейный контроль, принадлежность к сложившейся группе и особая роль головного банка). Необходимым условием повышения эффективности корпоративного управления всех рассмотренных случаев неизменно оказывалась активизация конкуренции на товарных и финансовых рынках, а также на рынках труда.

Каждый из известных типов корпоративного управления, по-видимому, имеет определенные достоинства и ограничения. Ссылаясь на опыт 50-х - 70-х годов (когда Япония и Германия демонстрировали высокие темпы экономического роста), многие авторы подчеркивали преимущества КУ, опирающегося на крупнейшие банки. В последнее время, однако, все чаще отмечается, что такой тип корпоративного управления может обеспечивать чрезмерную защиту недостаточно эффективным компаниям и, что представляется особенно существенным, он обладает несколько большей инерционностью и менее восприимчив к радикальным техническим и экономическим нововведениям. Вместе с тем больший упор стал делаться на роль гибких рыночных механизмов и осуществляемые ими дисциплинарные функции. Многие утверждения такого рода выводятся с помощью интересных теоретических моделей и опираются на результаты эмпирических исследований (см., напр., Morck, Nakamura 1999).

Вместе с тем вряд ли имеет смысл преувеличивать роль различий между описанными типами корпоративного управления. С.Каплан, посвятивший ряд работ изучению различий в корпоративном управлении разных стран, пришел к следующим выводам. При значительном ухудшении дел в корпорациях любой из рассматривавшихся стран, как правило, увеличивается вероятность отстранения от дел высших управляющих. Особенно любопытными представляются результаты следующих расчетов: показатели эластичности оборота управляющих высшего эшелона по уменьшению доходов (утраченным выгодам) или по масштабам падения рыночного курса акций соответствующих корпораций во всех трех странах, по-видимому, представляют собой величины примерно одного порядка (Kaplan, 1997). Иначе говоря, если судить по оценкам, фигурировавшим в указанных расчетах, то результаты действия различных механизмов корпоративного управления, которые могут проявляться в интенсивности оборота топ-менеджеров, оказываются достаточно схожими.

Было бы иллюзией полагать, что в условиях развитой рыночной экономики - вне зависимости от разных страновых моделей - решены все проблемы корпоративного управления. Формирование конкретной модели - это перманентный процесс концептуальных и узких предметных дискуссий, выявления новых и новых правонарушений, адекватного совершенствования механизмов внутреннего и внешнего контроля корпорации, правовой

базы и защиты инвесторов. Реалии экономического развития также вносят свои модификации в практику корпоративного управления.<sup>7</sup>

Следует отметить, что ни одна из этих моделей не является совершенной. Как германская, так и японская модели критикуются за то, что они “слишком закрыты и выгораживают менеджеров” (Грэй, Хэнсон, 1994). В Германии банки, эксклюзивно оперирующие на фондовом рынке и владеющие пакетами акций корпораций, все больше подвергаются критике за то, что такое владение наносит вред интересам вкладчиков банков. В то же время имеется и очевидный конфликт: (а) между интересами банка как кредитной организации и как стратегического инвестора; (б) между интересами банка как стратегического инвестора и интересами мелких акционеров-финансовых инвесторов. Преобладание предъявительских акций является препятствием для эффективной реализации акционерами (особенно иностранными) своих прав.

Японская система аффилированных акционеров по сути дискредитирует права “независимых” акционеров. Дополнительные проблемы для портфельных инвесторов в Японии также вызывают практика проведения всех собраний акционеров в одно время, негативное отношение к инициативе (предложениям) акционеров.

Для англо-американской модели на уровне теории принято считать, что рассредоточение собственности ведет к пассивности акционеров (это особенно характерно для крупных компаний, где больше акционеров, владение и управление четко разделены и выше расходы на коллективные действия). Рынок поглощений, рассматриваемый в американской модели как важнейшее средство корпоративного контроля, критикуется за потенциальную дестабилизацию ситуации в затрагиваемых компаниях. Традиционная критика американской модели фокусируется на пассивности аутсайдеров в советах директоров. Предполагается, что эта тенденция должна получить дальнейшее развитие. Другая характерная для США тенденция - сосредоточение дел корпорации в руках минимального числа лиц, т.е. управляющих.

Существует при этом целый ряд вопросов практического и правового характера, которые как были, так и остаются предметом дискуссий в данной области. Приведем только некоторые из них:

- как степень концентрации собственности (контроля) в корпорации влияет на взаимоотношения акционеров корпорации и финансово-экономические показатели ее деятельности;
- как соотносятся между собой функции совета директоров, распределение представительства акционеров в совете директоров и фактическое распределение собственности (владения акциями) в корпорации;<sup>8</sup>
- в какой степени советы директоров должны быть подотчетны акционерам, каковы стимулы для эффективного представительства ими интересов акционеров, какова мера их ответственности за разработку (выбор) стратегии корпорации;

---

<sup>7</sup> Один из наиболее ярких примеров 90-х гг - дискуссия в США об отмене закона Гласса-Стигала (Glass-Steagall), разделившего коммерческие и инвестиционные банки после Великой Депрессии 30-х гг. В настоящее время снятие жестких барьеров актуализирует вопрос о роли банков в корпоративном управлении в том числе и в США.

<sup>8</sup> Это принципиально важно, так как характер совета директоров в корпорациях, “контролируемых” множеством мелких акционеров, и в корпорациях с четким мажоритарным контролем одного или нескольких крупных акционеров, будет заметно различаться. В первом случае роль совета директоров резко возрастает).

- каково оптимальное соотношение “внутренних исполнительных” и “независимых” директоров в составе совета директоров, как одновременно обеспечить работоспособность и достаточную информированность независимых директоров и установить разумные границы их вмешательства;
- где находится грань между стратегическим управлением/контролем (governance) и оперативным менеджментом (management) в корпорации, между подотчетностью менеджеров совету директоров и невмешательством последнего в текущую деятельность менеджеров;<sup>9</sup>
- как решить (и нужно ли) проблему “бесплатного проезда” (free rider problem) или “спящих партнеров” (sleeping partners), когда каждый из мелких акционеров в крупной корпорации стремится переложить контроль за менеджерами на других акционеров;
- напротив, как эффективно обеспечить права мелких акционеров, не допуская одновременно дестабилизирующего поведения с их стороны;
- чьи интересы (акционеров, всех финансовых инвесторов, всех “соучастников” корпорации) должен представлять совет директоров, какие издержки это вызовет, кто их должен нести, как эти издержки будут распределяться между различными группами “соучастников”;
- должны ли быть отдельно представлены интересы мелких и крупных акционеров, владельцев обыкновенных и привилегированных акций?

Уже только перечисленный набор имеющихся проблем позволяет утверждать, что корпорация в определенном смысле представляет собой потенциальный комплекс различных конфликтов интересов:

- конфликт интересов акционеров и менеджеров (соответственно “прибыль”-”заработная плата”, “экономия”-”престиж”, “портфельное вложение”-”основное место работы”, “высокие прибыли” - “предотвращение непредвиденных обстоятельств” и т.д.)
- личный конфликт интересов совета директоров и менеджеров (в силу остаточного принципа полномочий исполнительных директоров компании);
- конфликт интересов (в англо-американской модели) при совмещении должностей председателя совета директоров и генерального (исполнительного) директора корпорации;
- конфликт интересов между различными группами акционеров в зависимости от целей: кратко- или долгосрочная прибыль, безопасность и безопасное долгосрочное инвестирование, стратегический контроль или финансовые инвестиции;
- конфликт интересов между различными группами акционеров в зависимости от размера пакета акций (действия крупных акционеров в ущерб мелким вплоть до перераспределения собственности);

---

<sup>9</sup> Одним из частных, но важных вопросов здесь является вопрос о том, насколько детализированным должен быть контракт корпорации с наемными менеджерами. С одной стороны, детальный контракт необходим для контроля, с другой - невозможность предвидеть в контракте все обстоятельства в будущем.

- последний конфликт потенциально проявляется в конфликте “акционеры (группа акционеров) - совет директоров” (т.е. интересы каких акционеров будет выражать совет директоров);
- конфликт интересов между акционерами и держателями облигаций корпорации (соответственно “максимизация остаточной прибыли” - “фиксированный доход на заемный капитал”, “большая склонность к риску” - “консервативная линия поведения”, “весь доход от рискованных операций” - “основные убытки при неудачных инвестициях”);
- аналогичный конфликт интересов между акционерами и другими финансовыми инвесторами, предоставившими заемный капитал (банки и т.п.).

Решение или по крайней мере смягчение этих конфликтов может рассматриваться как одна из важнейших задач реформирования корпоративного управления наравне с общей установкой на защиту интересов акционеров.

Таким образом, и в странах с развитыми стабильными моделями корпоративного управления существует немало проблем, которые осложняют институционально-правовую сторону функционирования корпорации. Все они так или иначе являются основополагающими и для формирующихся моделей в странах с переходной экономикой.

## **Глава 2. Особенности унификации законодательства о компаниях в ЕС**

### **2.1. Общие положения**

Римский договор от 27 марта 1957 года о создании ЕЭС, предусматривающий создание единого рынка товаров, капиталов, рабочей силы и услуг, в качестве одного из основных средств предполагает «сближение законодательства стран-членов в той мере, в какой это необходимо для функционирования Общего рынка» (ст. 3(h)).<sup>10</sup>

Сфера действия Римского договора была расширена за счет подписания в 1986 г. Акта о Единой Европе (Single European Act - SEA). SEA ввел ряд важных процедурных изменений, в частности, разрешил Совету министров принимать большее число решений путем мажоритарного голосования. С подписанием Маастрихтского договора 1 ноября 1993 г. текст первого договора, с уже внесенными изменениями из SEA, также подвергся значительным дополнениям и изменениям.<sup>11</sup>

Применительно к корпоративному праву проблема состоит в том, что сами заинтересованные стороны (компании) подпадают под действие различных национальных правовых систем. Соответственно, требуются сложные правовые «предохранительные

---

<sup>10</sup> Здесь и далее обзор правовых норм ЕС в области соответствующего законодательства базируется на следующих основных источниках: официальные издания (ОЖ) и сайты ЕС ([http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company) и EUR-Lex Community Legislation), а также: Асосков, 1998; Кулагин, 1997; Шеленкова, 1998; Bermann et al., 1997; Buxbaum, Hopt, 1988; Dine, 1998, pp. 321-349; Evans, 1998; Wooldridge, 1991; Dorresteijn et al., 1994; Favret, 1996; Zaphirien, 1970.

<sup>11</sup> Одним из наиболее явных изменений стало то, что сообщество европейских стран стало именоваться Европейским Союзом. Важно, однако, отметить, что термин «Евросоюз» не заменил собой термин «Европейское Сообщество». Если первый термин используется как коллективное название правительств стран-членов Сообщества, то полномочия в области законодательных инициатив и правоприменения остаются у институтов Сообщества.

устройства» в заключаемых ими контрактах, которые приходится составлять с учетом норм различных национальных систем права. Именно в связи с этим ЕС предпринимает попытки гармонизировать ряд корпоративных правовых процедур.

Еще одна проблема связана с тем, что гармонизация корпоративного права направлена на реализацию полной свободы создания предприятий, которая, в свою очередь, позволяет избежать искажений на рынке. Вместе с тем страны-члены ЕС, чье законодательство в данной области высокоразвито, будут поставлены в заведомо невыигрышное положение. До тех пор пока не имеет место хотя бы минимальный уровень такой гармонизации, есть опасения получить «Делавэрский эффект», т.е. компании будут предпочитать инкорпорирование в том государстве-члене ЕС, где корпоративное право наиболее либерально.

Очевидно также, что эффективная гармонизация законодательства о компаниях (корпоративного права) тесно связана со всем комплексом мер в сфере регулирования компаний. Одним из серьезных препятствий, в частности, являются неудачные попытки гармонизировать налоговые режимы, хотя в последнее время в этой сфере наблюдался известный прогресс.<sup>12</sup>

В ЕС предусматриваются три способа унификации права:

1) унифицированные нормы в тексте Римского договора (например, ст. 85-87 о запрете соглашений, объединений и т.п., препятствующих свободе конкуренции, и злоупотреблении доминирующим положением на рынке), которые прямо действуют в отношении всех физических и юридических лиц и имеют приоритет при коллизии с национальными нормами;

2) гармонизация права путем заключения международных конвенций (ст. 220), которые становятся неотъемлемой частью Римского договора (например конвенция о взаимном признании товариществ от 29 февраля 1968 года);

3) ст. 189 Договора об образовании ЕС устанавливается ряд путей по которым может осуществляться законодательная деятельность Совета и Комиссии, которые, в целом, носят название «акты». Прежде всего это право руководящих органов ЕС (Совет, Комиссия ЕС) издавать особые нормативные акты – регламенты (regulations) и директивы (directives).

Помимо регламентов и директив, к числу «актов» относятся «решения» (decisions), которые обращены к стране-члену Союза или физическому лицу и обязательны к исполнению указанными субъектами, а также рекомендации и мнения (recommendations and opinions). Последние не носят обязательного характера, но побуждают к совершению определенных действий.

Регламенты (процедурные правила) обладают прямым действием в каждом из государств-членов (2, ст. 189). Для их реализации не требуется принятия национального законодательного акта, но могут потребоваться законодательные рамки для того, чтобы «перевести» его результаты в понятия, хорошо известные на национальном уровне, а также для того, чтобы заполнить пробелы в законодательстве.

Директивы, с точки зрения ряда исследователей, представляют собой источник «права Сообщества» как автономной правовой системы, действующей параллельно с национальными системами и с международным публичным правом. Директивы (по сути

---

<sup>12</sup> Директива Совета от 23 июля 1990 г. «The Common System of Taxation Guidelines in the Case of a Parent Company and Subsidiaries of Different Member States» и Директива Совета 91/308 ЕЕС (ОЖ 1991 L166/77).

законы, принятые Советом ЕС) обязательны для государства в том, что касается результата, сохраняя за национальными властями свободу в выборе форм и методов его достижения (3, ст. 189).

Важно также отметить, что, согласно постановлениям Европейского суда, многие директивы носят «прямой» характер (прямое действие или прямое правоприменение по отношению к закону страны-члена ЕС) и в случае наличия разногласий между их положениями и положениями законов государства-члена ЕС первые имеют приоритет.<sup>13</sup> Так, например, вынесенный в ходе судебных процессов C-19 и C-20/90 *Karella v. Minister of Industry, Energy and Technology* (1991 OJ C166/12) вердикт признал, что определенные положения Второй Директивы в области корпоративного права имеют прямое действие. Возможно также, что в случае неисполнения каким-либо государством какой-либо Директивы физическое лицо может возбудить иск против него, который приведет к выплате компенсации за принесенный ущерб (см. судебные процессы C-6 и 9/96 *Frankovich and Bonifaci v. Italian Republic* ([1992] ECR 133).

Директивы могут быть приняты почти по всем областям торгового права, хотя формально они издаются для гармонизации законодательства или устранения различий между национальными актами, влекущих за собой нарушение условий конкуренции.

Государства-члены обязаны привести свое законодательство в соответствие с требованиями Директив. Обычно это происходит путем издания специальных законов. Например, в Великобритании после принятия Директив Советом ЕС они становятся частью британского законодательства путем их реализации на практике. Последнее обеспечивается тем, что соответствующее министерство (в данном случае почти всегда это Министерство торговли и промышленности) разрабатывает государственный акт, который переводит нормы Директив в британские термины. Затем акт поступает на рассмотрение в Парламент обычным порядком, за исключением того обстоятельства, что, поскольку Великобритания обязана исполнять Директиву, в данном случае обязательно ограничивается масштаб законодательных поправок.

Во Франции положения Второй, Четвертой и Седьмой директив вносились в действующее право специальными законами или учитывались при принятии новых. Так, проект Первой директивы был принят во внимание при разработке Закона о торговых товариществах 1966 года. В Англии в 1972 году был принят Закон о Европейских сообществах, согласно которому во внутреннее право страны включались положения соответствующих международных договоров и нормативных актов прямого действия. Раздел 9 закона привел в соответствие с предписаниями Первой директивы ЕЭС об АО английское право компаний. В результате доктрина *ultra vires* в ее традиционном значении (закрепление принципа специальной правоспособности компании) была отброшена. Английский закон о компаниях 1980 года, учитывая Вторую директиву ЕЭС, установил минимальный размер основного капитала для публичной компании в 50 000 ф. ст., предусмотрел необходимость оплаты не менее ¼ части стоимости паев компании при подписке на них и др.

Несмотря на значительный прогресс, исследователи отмечают, что режим гармонизации, реализуемый посредством Директив, не создаст полностью универсальный свод законодательства и полностью «ровное поле игры».

Для того, чтобы обеспечить гармонизирующий эффект (т.е. после их реализации в странах-членах ЕС различия в законодательных нормах будут небольшими), Директива сама по себе

---

<sup>13</sup> См., например, Глотова, 1999.



должна быть подробной и негибкой. В то же время чрезмерная детализация ведет к увеличению бремени регулирования, а негибкость - к «закостенению» корпоративного права. Детализированные нормы могут привести к эффекту «блокировки», так как процедуры по внесению изменений в принятую Директиву громоздки, и, следовательно, реальна опасность того, что законы не будут соответствовать практике ведения бизнеса. Несмотря на детали в содержании директив, в корпоративных режимах в различных странах-членах ЕС остаются значительные различия.

Интенсивное взаимопроникновение норм национального права и предписаний ЕС, усиливающееся в результате реализации Директив Совета ЕС, значительно усложняет процесс толкования юридических актов. Европейская норма не интегрируется в национальный правовой порядок стран-участниц путем ее систематической интерпретации, ее толкование происходит вне контекста национальной регламентации. Более того, при этом надлежит учитывать положения основополагающих договоров ЕС, определяющих примат права ЕС над национальным законодательством. В этой связи было бы полезно избегать толкований, уводящих национальное право в сторону от развивающихся принципов европейского частного права. Желательно установить такой порядок судебного нормотворчества, который бы подталкивал к выбору решений в русле общеевропейской правовой культуры и одновременно исключал ограничения, неприемлемые для других правовых систем (Зеккер, 2001).

В целом гармонизация законодательства о компаниях, правил бухгалтерского учета и аудита рассматривается как важнейшее направление создания единого рынка финансовых услуг и товаров. В рамках гармонизации собственно законодательства о компаниях предусматриваются следующие ключевые задачи:

- обеспечение равной защиты для акционеров и всех других связанных с компанией лиц (сторон);
- обеспечение свободы создания компаний в рамках ЕС и стимулирование межнационального сотрудничества между компаниями различных стран-членов ЕС;
- стимулирование обсуждения странами-членами ЕС вопросов реформы законодательства о компаниях и корпоративного управления.

## 2.2. Директивы в области корпоративного права

**Первая директива** (68/151 от 9 марта 1968 года<sup>14</sup>) касалась вопросов, требующих немедленной унификации:

- минимальный перечень документов и информация для акционеров и публики о деятельности АО (страны-члены ЕС обязаны обеспечить раскрытие следующей информации: уставные документы, руководители компании, ее оплаченный капитал, баланс и счет прибылей и убытков, завершение ее деятельности, назначение ликвидаторов компании);
- действительность обязательств, принятых органами АО (по сделкам, заключенным до регистрации, учредители несут неограниченную солидарную ответственность, а АО отвечает по таким сделкам только после их одобрения общим собранием).

---

<sup>14</sup> OJ 1968 spec. ed. 41-45.

Директива также фиксирует презумпцию добросовестности: если третья сторона, заключающая контракт с данной компанией, исходит из предположения, что данный акт лежит в сфере деятельности компании, то он является действительным.

- контроль за образованием АО и случаями признания их недействительными. Недействительность регистрации влечет ликвидацию, но не влияет на действительность ранее заключенных сделок.

Данная директива распространялась и на товарищества с ограниченной ответственностью. Все члены ЕС выполнили эту директиву, важнейшим достижением действия которой стала единая система раскрытия информации для всех стран-членов ЕС.

**Вторая директива** (76/91 от 13 декабря 1976 года<sup>15</sup>) касалась гармонизации норм, регулирующих образование АО, поддержание и изменение основного капитала. Она применяется по отношению к публичным компаниям и устанавливает минимальные требования к созданию компании и сохранению, увеличению и уменьшению ее капитала. Компании обязаны раскрывать следующую информацию: корпоративную форму, название, объекты, место регистрации, акционерный капитал, классы акций, структуру и полномочия различных органов. Минимальный оплаченный (по подписке) капитал публичной компании с ограниченной ответственностью (открытого АО) должен превышать 25 тыс. экю. В случае, если капитал по подписке вносится в натуральном эквиваленте, его стоимость должна быть оценена независимым экспертом. В уставный капитал могут быть внесены только активы, представляющие экономическую ценность, а вклады в виде работ и услуг для компании запрещены. Директивой также устанавливаются и ряд других положений в отношении сохранения капитала. Акции не могут выпускаться без указания номинальной стоимости. Введены условия приобретения компанией собственных акций. Право увеличения уставного капитала может быть делегировано общим собранием другому органу на срок не более 5 лет. Кроме того, Директивой устанавливаются права акционеров на преимущественное приобретение акций. Все страны-члены ЕС уже реализовали эту Директиву.<sup>16</sup>

Толкование Второй директивы стало предметом рассмотрения в Евросуде, который постановил, что ст. 5 и 29 Второй директивы, которые относятся к увеличению капитала, являются положениями прямого действия для законодательства всех стран-членов ЕС и применимы не только в условиях обычного функционирования компании, но и тогда, когда она становится предметом операций по ее спасению.<sup>17</sup> Конечной целью указанных решений стало предотвращение размещения новых акций без учета прав существующих акционеров и предотвращение увеличения акционерного капитала прежде, чем схему такого увеличения рассмотрит общее собрание. По некоторым оценкам, с точки зрения корпоративного права ценность данных судебных решений представляется сомнительной, поскольку они опираются, в основном, на концепцию акционерной демократии, которая, как представляется, укрепляется за счет “спасения компаний определенной социальной и экономической значимости” (Dine, 1998).

---

<sup>15</sup> OJ 1977 L 26/1.

<sup>16</sup> Данная директива касается публичных компаний, однако некоторые страны (Бельгия, Нидерланды) распространили ее на закрытые компании, что приводит к различиям в национальном регулировании (Dorresteijn et al., 1994, p. 46).

<sup>17</sup> *Karella v. Minister for Industry and the Organization for the Restructuring of Enterprises* (1991 OJ C166/12, judgement of 30 May 1991) and *Syndesmos EEC, Vasco et al v. Greec et al* (ECR I-2111, judgement of 24 March 1992).

**Третья директива** (78/855 от 9 октября 1978 года<sup>18</sup>) регулирует вопросы объединения публичных компаний. Предусматриваются два возможных способа: присоединение (права и обязанности приобретаемой компании переводятся в приобретающую компанию) и слияние (несколько компаний прекращают свою деятельность без процедуры ликвидации, их права и обязанности переходят к новой компании). Акционеры получают эквивалентные доли участия в компании, возникшей в результате слияния. Необходимые мероприятия по оценке выполняются независимым экспертом.

Для защиты прав акционеров и кредиторов предусмотрены: публикация объявления каждой из компаний-участниц объединения, каждый вид выпущенных компаниями акций одобряется общим собранием, обеспечение требований кредиторов. Права работников компаний регулируются Директивой 77/197 как частью законодательства ЕС в области социальных вопросов и занятости.

**Четвертая директива** (78/660 от 25 июля 1978 года<sup>19</sup>) регулирует ежегодную отчетность АО и товариществ с ограниченной ответственностью. Она содержит детально прописанные правила относительно ведения счетов компаниями, разделенными на три типа (большие, средние, мелкие). В данную Директиву, а также в Седьмую директиву были внесены дополнения и изменения, направленные на облегчение положения малых предприятий, но включая партнерства, подпадающие под сферу действия указанных директив.<sup>20</sup> Директива была реализована всеми странами-членами ЕС, хотя в настоящее время существуют растущие сомнения в отношении того, равнозначно ли значение «подлинных и справедливых» положений в различных странах-членах ЕС.

**Шестая директива** (82/891 от 17 декабря 1982 года<sup>21</sup>) относится к процедуре разделения АО (разделение имеющейся публичной компании на ряд юридических лиц). Страны-члены ЕС не обязаны реализовывать эту форму реструктуризации, однако если они используют ее, процесс должен протекать в соответствии с данной Директивой. Разделяемая компания прекращает деятельность без процедуры ликвидации. Распределение активов и пассивов среди указанных компаний осуществляется в рамках специальных положений, направленных на защиту прав акционеров и кредиторов. В случае любого увеличения капитала компании существующие акционеры должны иметь преимущественные права по приобретению акций. Все страны-члены ЕС также ввели ее в действие.

**Седьмая директива** (83/349 от 13 июня 1983 года<sup>22</sup>) определяет условия, согласно которым общества с дочерними компаниями (группы компаний) должны составлять

---

<sup>18</sup> OJ 1978 L 295/36.

<sup>19</sup> OJ 1978 L 222/11.

<sup>20</sup> Директива 90/605/ЕЕС (OJ 1990 L 317/60), Директива 90/604/ЕЕС (OJ 1990 L 317/57) и др. Директива 90/605/ЕЕС ставит своей целью предотвратить ситуацию, при которой, дабы избежать выполнения указанных директив, создаются товарищества. Директива требует в отчетах компании с ограниченной ответственностью предоставлять название, головной офис и правовой статус любого предприятия, полноправным членом которого является указанная компания с ограниченной ответственностью. Кроме того, данный документ возлагает обязанность по ведению счетов на членов партнерств, с их последующими аудиторской проверкой и публикацией.

Директива SI/1992/2452 предусматривает уменьшение бремени, которое несут малые и средние предприятия из-за чрезмерно обременительных требований к правилам бухучета. После внесения изменений и дополнений ст. 53 (2) Четвертой Директивы стала гласить: «Страны - члены ЕС могут разрешать компаниям, чьи балансовые данные не превышают 2 из 3 нижеследующих критериев: общий баланс –250 тыс. Экю (ранее - 200 тыс.); чистый оборот: 5 млн. Экю (ранее- 4 млн.); среднее число наемных работников в течение финансового года: 50, - вести балансы в сокращенном виде...»

<sup>21</sup> OJ 1982 L 378/47.

<sup>22</sup> OJ 1983 L 193/1.

консолидированную отчетность (вести и публиковать консолидированные счета). Эти условия отличаются от требований Четвертой директивы.

Группа компаний определяется ситуационно:

- когда материнская компания имеет большинство голосующих акций в уставном капитале дочерней компании;
- когда компания имеет право назначать и прекращать полномочия большинства членов органов дочерней компании;
- когда компания имеет возможность оказывать преобладающее влияние на деятельность дочерней компании согласно контракту или учредительным документам.

Консолидированная отчетность исключает дублирование сумм активов и пассивов, приходящихся на хозяйственные операции, совершаемые в рамках группы компаний. К концу 90-х гг. директива реализована во Франции, Великобритании, Германии, Греции, Люксембурге и Нидерландах.

**Восьмая директива** (84/253 от 10 апреля 1984 года<sup>23</sup>) формулирует требования к физическим и юридическим лицам, которые осуществляют функции аудита в компании. Восьмая директива устанавливает обязательство для каждой страны-члена ЕС обеспечивать независимость аудиторов и должное исполнение ими своих обязанностей в отношении проверки правильности бухгалтерской отчетности компаний. Кроме того, Директивой устанавливаются минимальные требования к образованию и подготовке аудиторов.

**Одиннадцатая директива** (89/666/ЕЕС от 21 декабря 1989 года<sup>24</sup>) посвящена требованиям к раскрытию информации об отделениях (обособленных подразделениях) компаний на территории ЕС. В Директиве отдельно рассматриваются случаи раскрытия информации об отделениях компании, зарегистрированной в одной из стран-членов ЕС, или в стране, не входящей в число членов ЕС. Директивой признается, что отделение компании само по себе не является юридическим лицом, что, таким образом, требует:

- раскрытия информации о компании, частью которой данное отделение является, включая ее бухгалтерские проводки в соответствии с Четвертой и Седьмой директивами;
- что счета компании должны предоставлять подлинную картину ситуации в компании или группе компаний.

**Двенадцатая директива** (89/667/ЕЕС от 21 декабря 1989 года<sup>25</sup>) включает предложения, принятые Евросоветом в декабре 1989 г. Смысл ее состоял в том, чтобы ввести в странах-членах ЕС законодательство, разрешающее функционирование компаний с ограниченной ответственностью, включающих одного акционера (single-member private limited-liability companies). Такого рода компании должны быть разрешены во всех странах ЕС. Комиссия уверена, что возможность создания компании с одним акционером (будь то частное лицо или юридическое, т.е. фирма), без необходимости подыскивать другого, стимулирует стремление физических лиц создавать новые предприятия. Еще одно преимущество в этом смысле заключается в том, что подобного рода предприятия обретают самостоятельное юридическое лицо, что позволяет им продолжать деятельность даже при смене собственника.

---

<sup>23</sup> OJ 1984 L126/20.

<sup>24</sup> OJ 1989 L124/8.

<sup>25</sup> OJ 1989 L395/40.

Все акции подобного рода предприятия должны быть выпущены на имя их владельца, и он же является их единственным держателем. Указанный единственный акционер должен: лично осуществлять в его лице функцию проведения общих встреч акционеров; составлять протоколы решений принятых на основании его полномочий; фиксировать в письменной форме любое соглашение между владельцем и компанией. В противном случае компания подпадет под действие обычных ограничений в области корпоративного права.

Ст. 7 данной Директивы предлагает альтернативное решение: страны- члены ЕС имеют также возможность ввести в действие законодательство, которое позволило бы частному предпринимателю создать предприятие, ответственность которого была бы сведена до «суммы, предназначенной для реализации уставной деятельности», что представляет собой нечто схожее с компанией, чьи обязательства ограничены гарантией. Каждая из стран ЕС вправе также ввести ограничения для функционирования одного лица в качестве единоличного участника нескольких обществ, а также решить вопрос о применении данной Директивы к публичным компаниям.

Существует также целый ряд **проектов Директив**, которые находятся в той или иной стадии обсуждения.

Предложения по **Пятой директиве** (внутренняя структура органов управления компании, их права и обязанности) были переданы КЕС в Совет еще в 1972 году, однако встретили серьезные возражения (Le Gall, p. 81). Переработанный проект был направлен в Совет 19 августа 1983 года.

Изначально Директива предполагала внесение изменений в структуру компаний, чтобы в ней присутствовала обязательная двухуровневая система управления компаниями (т.е. два Совета Директоров - исполнительный (управляющий) и наблюдательный). В настоящее время проект разрешает принятие одноуровневой системы управления (т.е. предусматривает наличие одного Совета, в котором соседствуют члены, выполняющие исполнительные и наблюдательные функции). По оценкам, в таком виде проект вызовет лишь некоторые технические трудности реализации, но в целом лишь зафиксирует сложившуюся практику (сохранив за акционерами право на выбор той или иной структуры управления).

В 1990 году Комиссия ЕС представила Совету ряд поправок и дополнений ко Второй директиве в области корпоративного управления и к проектам Пятой и Тринадцатой Директив во области корпоративного права. В качестве предполагаемого результата ожидается расширение «акционерной демократии» в странах ЕС за счет:

- отказа от ограничений и предоставление акционерам равных прав по голосованию (поправки в проект Пятой Директивы);
- ограничение практики «золотой акции», которая защищает некоторые компании и ведет к ассиметрии открытого рынка;
- регулирования ситуации, когда собственные акции компании приобретаются не самой компанией, а ее филиалом (для снижения возможности манипуляций после объявления предложения о поглощении путем ограничения полномочий правления компании, которой сделано подобное предложение), а также расширение прав акционеров в отношении выдвижения, назначения и снятия директоров.

Разногласия вызвали и положения касательно участия наемных работников. Начальный вариант данного предложения, подразумевающий участие путем назначения в Совет, был единственной моделью, предлагаемой Директивой. В дальнейшем эта идея была изменена: участие наемного работника может быть также реализовано путем «информированного

консультирования» или через предоставление в определенных обстоятельствах права вето на решения назначаемых членов Совета. Даже эта модификация вызвала серьезное сопротивление. Возражения Великобритании состояли, в частности, в том, что подобного рода положения неуместны в рамках корпоративного права. Данная позиция не встретила понимания со стороны Нидерландов и Германии, поскольку в этих странах не существует четкого разделения между корпоративным и трудовым правом.

Помимо этих фундаментальных проблем, Директива подверглась критике за чрезмерную детализацию, сложность и жесткость процедур по информированию и консультированию с наемными работниками. Организации, представляющие деловые круги Европы и отдельных стран (в частности, UNICE, CBI) и Юридическое Общество (Law Society) выразили опасения, что принятие Директивы увеличит бремя компаний в отношении регулирующих процедур, которое не будет сопровождаться пропорциональным ростом выгод или для компании, или для ее работников.

В конце 90-х гг. Комиссия продолжала консультации, в том числе рассматривая возможность использования Директивы по «European works Council». Европарламент выступил против такого подхода: в резолюции от 17 января 1997 г. он аргументирует свою позицию тем, что создание такого органа не равнозначно участию в Совете Директоров. Европарламент предлагает следующие минимальные стандарты: «предоставление сотрудникам компании места в «двойном» Совете Директоров, а при наличии единого Совета возможность участия в решении экономических вопросов работников и обязательства работодателей по проведению переговоров в отношении решений, касающихся работников, должны стать предметом согласования с менеджментом фирмы».

В последней редакции Директивы предусмотрены фактически все возможные системы участия наемных работников, существующие в различных странах ЕС:

- участие в наблюдательном совете, когда работники выбирают 1/3-1/2 членов (германская модель);
- участие в наблюдательном совете или в исполнительном органе в статусе независимого директора через систему кооптации (голландская модель);
- создание в компании специального представительного органа – консультативного совета из представителей наемных работников (датская модель);
- система коллективных договоров, в которых устанавливаются элементы указанных моделей.

Таким образом, проект (и в отношении структуры управления, и в отношении участия работников) лишь констатирует сложившееся разнообразие подходов, что не позволяет говорить об унификации. Тем не менее очевидно, что определенная законодательная унификация структуры публичных компаний и функций их руководящих органов необходима прежде всего для обеспечения равной защиты прав всех акционеров и прочих лиц, вовлеченных в деятельность этих компаний.

Проект предложения по **Девятой директиве** (формально не принятой Комиссией) был распространен в 1984 году. Предложения касались поведения групп компаний. В настоящее время, по оценкам, данный проект вряд ли имеет перспективы на скорое продвижение.

В этом контексте можно упомянуть лишь Директиву об информировании и консультировании работников групп предприятий, принятую Советом <sup>26</sup>: “если экономическая деятельность должна развиваться гармоничным образом, то такая ситуация требует, чтобы предприятия или группы предприятий, действующие в более чем одной стране-члене ЕС, должны информировать и консультировать представителей их работников, подпадающих под воздействие их решений.”

Исторически данная Директива примыкает к т.н. “Vredling Directive”, которая установила процедуры информирования и консультирования работников предприятий со “сложной структурой”.<sup>27</sup> Директива установила требования по информированию и консультированию работников, занятых во всех предприятиях или группах предприятий, которые оперируют в более чем одной стране-члене ЕС и в которых заняты свыше 1 тыс. человек в пределах Сообщества, включая, по крайней мере, 100 работников, занятых в двух различных предприятиях в различных странах-членах ЕС. Подобные предприятия должны создать Совет по европейским рабочим проблемам, который станет каналом информирования и консультирования работников.

Проект **Десятой директивы** (слияние обществ различной государственной принадлежности, т.е. транснациональные слияния публичных компаний) был передан в Совет 14 января 1985 года.<sup>28</sup> Десятая директива касается зарубежных слияний (cross-border mergers) и не идет далее этого, поскольку имеются опасения, что такие слияния помогут избежать следования положениям об участии работников компании. Таким образом, по данному документу и вопросу необходимо достичь консенсуса.

Совет принял также ряд директив, установивших единые требования для допуска **ценных бумаг** на фондовые биржи (79/279 от 5 марта 1979 года, 80/390 от 17 марта 1980 года, 82/121 от 15 февраля 1982 года и др.).

Директива от 5 марта 1979 г. координирует условия допуска ценных бумаг к листингу фондовой биржи.<sup>29</sup> Включение ценных бумаг в листинг фондовой биржи запрещается до тех пор, пока они не будут отвечать условиям, изложенным в данной Директиве: требования к правовому статусу и минимальному размеру компании, свободному обращению акций и части акции, которые должны быть размещены публично (обычно от 25% и выше).

Директива от 15 марта 1980 г. детализирует условия, на которых акции компании включаются в листинг фондовой биржи.<sup>30</sup> Информация должна быть опубликована как утвержденные официальным органом “технические детали листинга” прежде, чем ценные бумаги компании могут быть допущены к торгам на бирже. После прохождения подобной процедуры в одной из стран-членов ЕС другие страны-члены ЕС должны признавать данные условия листинга достаточными. Тем не менее каждая из стран-членов ЕС может запрашивать дополнительную информацию в связи с конкретным рынком, подпадающим под юрисдикцию ее национального правительства. Директива также устанавливает, что в тех пределах, в которых проспект эмиссии отвечает ее требованиям, он может быть признан элементом технических условий.

---

<sup>26</sup> OJ 254/64.

<sup>27</sup> OJ Vol 26C 217/3.

<sup>28</sup> OJ 1985 C23 28/11.

<sup>29</sup> OJ 22 L66/21.

<sup>30</sup> OJ 23 100/1, OJ L185/81.

Принят также ряд Директив касательно «продолжения раскрытия информации», по координации требований к проспекту эмиссии, взаимному признанию проспектов эмиссий как технических условий листинга (23 апреля 1990 г. и др.)

Директива об инсайдерских сделках представляет детальный свод правил, которые предусматривает ответственность физического или юридического лица за злоупотребление информацией о компаниях в случае, если такого рода информация связана с ценами.<sup>31</sup> Данная Директива предусматривает минимальные стандарты в данной сфере, т.е. страны-члены ЕС имеет право выходить за рамки ее требований. Директива требует от стран-членов ЕС поставить инсайдерские сделки вне закона и сотрудничать в сфере получения и обмена информацией о таких случаях в целях правосудия.

Директива об инвестиционных услугах, принятая в июле 1993 г. предусматривает, что «инвестиционные фирмы» должны получить соответствующее разрешение от своих «родных» правительств, которое затем будет служить им в качестве паспорта, таким образом, позволяя им вести инвестиционный бизнес в других странах-членах ЕС (ст. 1,4).<sup>32</sup> Данная услуга может предоставляться в рамках Сообщества, не ограничиваясь национальными границами его членов, или же данная инвестиционная фирма получит разрешение на создание филиалов в других странах- членах ЕС без необходимости вновь получать разрешения.

Следует отметить, что Евросуд все более бдительно отслеживает случаи недостаточно успешной реализации Директив и не колеблется заменять своим толкованием постановления соответствующее положение законодательства страны-члена ЕС, если воспринимает последнее как неверное истолкование закона ЕС.

### 2.3. «Европейская компания»

Вопрос о создания т.н. «европейской компании» года обсуждается в ЕС с 1965 года, а первый проект Регламента был опубликован еще в 1970 году. По данному вопросу первоначально сложились два подхода.

Согласно позиции Франции, предлагалось разработать устав компании европейского типа – национального общества, действующего на основе специального унифицированного правового акта. Общее акционерное право того или иного государства должно применяться к такой компании лишь subsidiarily. Подход Комиссии ЕС состоял в том, чтобы создавалась компания, целиком подчиняющаяся праву Общего рынка и являющаяся его субъектом. Группа экспертов проф. П.Сандерса разработала проект устава такой компании, который дважды (30 июля 1970 года и 13 мая 1975 года) вносился в Совет в качестве предложения регламента. Данный проект в значительной мере копировал акционерный закон ФРГ, в том числе вопросы участия работников в наблюдательном совете и регламентации групп компаний.<sup>33</sup>

Промежуточным компромиссным вариантом стало принятие Регламента 2137/85 от 25 июля 1985 года, который ввел «европейское объединение с общей экономической целью»

---

<sup>31</sup> OJ 32 L334/30.

<sup>32</sup> OJ 19898 L/386/32.

<sup>33</sup> Время, затрачиваемое на завершение процедуры, зависит от многих факторов: чем более сложна и противоречива данная мера, тем больше времени потребуется на ее реализацию. Кроме того, прогресс в данной сфере может также зависеть от того, насколько влиятельный еврочиновник, скажем, Президент Еврокомиссии, стремится к тому, чтобы данная мера была принята в период его работы на данном посту.



(European Economic Interest Grouping – EEIG) как более простую и гибкую организационно-правовую форму кооперации и централизации производства и капитала.<sup>34</sup> Предполагалось, что EEIG создает новый инструмент для бизнеса, основываемого гражданами, по крайней мере, двух различных государств- членов ЕС. Создание подобного бизнеса не должно ставить своей первичной целью получения прибыли, а работодатели не могут нанимать более 50 работников. Когда это постановление существовало еще в форме предложения, то представлялось, что одной из главных целей использования такого рода институтов будет НИОКР, но в настоящее время оно используется для решения широкого круга задач (см. Anderson, 1990, p.9). В частности, преимуществом EEIG стала «налоговая прозрачность», т.е. налогообложение прибыли только после ее распределения между участниками.

EEIG не вправе заниматься хозяйственной деятельностью, отличной от предмета деятельности ее участников. Оно не имеет собственного уставного капитала, а его участники несут неограниченную солидарную ответственность по его долгам. В соответствии с национальным законодательством, к примеру, Германии и Италии, EEIG не может быть юридическим лицом.

Регламент не затронул целый ряд принципиальных вопросов: внутренняя структура органов управления, правоспособность, ликвидация, банкротство, последствия применения неограниченной солидарной ответственности и др. Соответственно, пробелы должны быть заполнены национальными нормами. Это означает, что, несмотря на прямое действие Регламента, различия EEIG в разных странах ЕС оказываются существенными.

Моделью для этого «объединения» стал одноименный институт французского права (подробно см. Jamin, Lascour, 1993), существующий с 1967 года. Предусмотренные в торговом праве Франции «объединения, основанные на экономических интересах» позволяют даже конкурирующим предприятиям экономить значительные средства (при совместных закупках сырья или НИОКР), однако прямую прибыль они приносят значительно реже. Следует заметить также, что введение в законодательство о компаниях Франции положения об акционерных обществах упрощенного типа (1992 год), по оценкам, должно привести к заметному сокращению рассматриваемых объединений (обществ, групп).

В 1991 году Комиссия ЕЭС опубликовала предложение по выработке Регламента и Директивы, которые вместе известны как Устав Европейской Компании (European Company Statute - ECS)<sup>35</sup>. Предполагалось, что принятие этих документов позволит создавать бизнес-организации, которые подпадают отчасти по действие европейского законодательства, представленного в Уставе, а отчасти - под действие законодательства того государства-члена ЕС, где оно будет зарегистрировано. Это создаст для бизнеса новые варианты при том, что данное предложение не требует ни превращения всех компаний в «европейские», ни изменений в национальном законодательстве в корпоративной сфере. Таким образом открывается дополнительная возможность для бизнеса изначально стать «европейской компанией».

---

<sup>34</sup> OJ 28 L199/1. Некоторые исследователи рассматривают эту форму не как компромисс, а как альтернативу, и определяют ее как наднациональный «общеевропейский институт», полученный в результате «скрещивания» малой компании, товарищества (неограниченная солидарная ответственность участников, отсутствие статуса юридического лица), некоммерческого партнерства, кооператива и ассоциации юридических лиц (ограниченная правоспособность, т.е. возможность только той деятельности, которая прямо связана с деятельностью участников). Соответственно, EEIG не входит в сферу регулирования акционерного права, однако представляет интерес как первый опыт наднационального правового института на микроуровне.

<sup>35</sup> OJ 1991 C176/1 and COM (91) 174.

Только в 2001 году эти документы были приняты: Регламент Совета 2001/2157/ЕС от 8 октября 2001 года об **Уставе для Европейской Компании** (Statute for a European Company) и Директива Совета 2001/86/ЕС о дополнении Устава для Европейской Компании с учетом вовлечения работников.<sup>36</sup> Оба документа вступают в силу одновременно через 3 года после формального принятия.

Почти 30-летняя задержка с принятием данных документов официально объясняется процедурными вопросами (необходимость Регламента Совета, который принимается на основе консенсуса среди всех стран-членов ЕС). Среди серьезных содержательных проблем при согласовании подходов отмечается необходимость поиска компромисса по вопросу об участии работников. Страны с сильными традициями участия работников были озабочены тем, чтобы не допустить обхода национальных требований (норм) участия работников с помощью Европейской Компании. Напротив, страны, для которых такое участие не является характерным, опасались, что Европейская Компания может навязать дополнительные обязательства по участию работников.

Устав Европейской Компании официально интерпретируется как новый правовой инструмент, основанный на праве ЕС и дающий возможность создания Европейской Компании (или – в латинской версии – “Societas Europaea” – SE). Регламент имеет прямое действие в странах-членах ЕС, Директива будет реализована в рамках национального права.

SE должна быть учреждена на территории Сообщества в виде Европейской публичной компании с ограниченной ответственностью. Предусматриваются 4 способа образования Европейской Компании:

- слияние (merger) двух и более существующих публичных компаний (public limited companies) из по крайней мере двух различных стран ЕС;
- создание холдинговой компании, учреждаемой публичными или частными компаниями из по крайней мере двух различных стран ЕС;
- создание дочерней компании (subsidiary) компаниями из по крайней мере двух различных стран ЕС;
- преобразование публичной компании, которая по крайней мере в течение двух лет имела дочернюю компанию в другой стране-члене ЕС.

Среди SE могут быть не только публичные, но также частные компании и компании среднего размера. Требование к минимальному капиталу составляет 120 000 Евро. Если акции SE котируются, в данной части действуют регулирование для публичных компаний, созданных в рамках национального законодательства. Устав не содержит никаких ограничений ни в отношении коммерческого характера деятельности такой компании, ни по числу занятых в ней.

Среди преимуществ данного правового института выделяются следующие:

- компании, создаваемые в более чем одной стране ЕС, смогут сливаться и действовать на основе единого набора правил, единой правовой структуры, унифицированных менеджмента и системы отчетности;

---

<sup>36</sup> OJ 2001 L294/1 and OJ 2001 294/22

- исчезает необходимость создавать высокочатратную (с точки зрения финансов и административных и юридических усилий) сеть дочерних компаний, функционирующих в рамках национальных правовых систем<sup>37</sup>;
- в рамках данного института обеспечивается легкое и быстрое реструктурирование бизнеса для извлечения наибольших преимуществ единого внутреннего рынка.

В этой связи существенно, что Устав допускает возможность простого перевода места регистрации головного административного офиса из одной страны ЕС в другую без необходимости ликвидации. Тем не менее регистрация SE будет осуществляться на национальном уровне, но с публикацией сообщения в официальном издании ЕС.

В число органов управления (ст. 38-60 Устава) совет директоров (наблюдательный совет) может входить или не входить, однако национальное законодательство по месту регистрации центрального офиса SE может предписать определенную систему органов управления (одно- или двухзвенную). Согласно ст. 38, SE должна включать (а) общее собрание акционеров и (b) или наблюдательный орган и управляющий орган (two-tier system) или административный орган (one-tier system) в зависимости от конкретного устава компании.

Таким образом, дискуссия о структуре компании, ставшая одним из камней преткновения при обсуждении Пятой Директивы, видимо завершилась с принятием компромиссного варианта, фактически фиксирующего разнообразие национальных моделей.

Аналогичное вывод можно сделать применительно к вопросу об участии работников.

Европейские Компании будут обязаны следовать определенной системе вовлечения работников в процесс принятия ряда решений. Если достижение взаимодовлетворяющего соглашения посредством переговоров невозможно, вступают в силу стандартные принципы (приложение Директивы). Данные принципы обязывают менеджеров SE представлять регулярные отчеты, на основе которых должны происходить регулярные консультации и информирование органа, представляющего интересы работников компании. В некоторых случаях (создание SE при слиянии, как холдинг или совместное предприятие) 25 % или большинство работников вправе до создания SE участвовать в решениях компании.

По оценкам, до сих пор программа гармонизации не смогла создать «общеевропейские перспективы» для компаний. Это объясняется тем, что направляемая Директивами гармонизация неспособна достичь такого результата, так как ее реализация предусматривает встраивание ее в национальное законодательство. Напротив, Устав Европейской Компании, введенный в действие Регламентом, дает шанс достичь гармонизации в том смысле, что у всех стран появилась возможность установить одинаковую базовую структуру компании. Тем не менее, поскольку законодательные системы стран-членов ЕС в значительной степени сами заполняют «пробелы» в Уставе (как и в случае с EEIG), существует риск получить 15 различных типов «Европейских Компаний».

---

<sup>37</sup> Компании, действующие в нескольких странах ЕС, не обязаны принимать статус Европейской Компании, однако стимулом должна стать экономия издержек.

## 2.4. Слияния и поглощения

### *2.4.1. Термины и модели: некоторые страновые различия*

Проблема гармонизации законодательства стран ЕС в данной области также в значительной степени связана с различиями в национальных моделях корпоративного управления (см. главу 1, а также Беленькая, 2001), в деловой практике и с особенностями национального законодательства.

В странах англосаксонской модели корпоративного управления слияния и поглощения — традиционный механизм корпоративного контроля. Этому способствует развитой (возможно, даже гипертрофированный по сравнению с реальным сектором экономики) фондовый рынок, распыленность акционерного капитала, культурные традиции («предприятие — всего лишь пакет акций для собственника»). В 80–90-е годы наблюдался особенно резкий рост операций по слияниям и поглощениям. Так, только в период 1995–2000 годов в США произошло слияние 26 тыс. компаний на сумму около 5 трлн. долл. В то же время качественно изменился характер подобных сделок. Если раньше слияния и поглощения осуществлялись в основном в интересах стратегического развития бизнеса и с согласия обеих сторон, то волны 80–90-х годов приносят новую тенденцию. Глобализация финансовых рынков и новые стандарты информационной прозрачности приводят к появлению нового вида участников рынка — «захватчиков» (raiders), цель которых — агрессивная скупка недооцененных компаний с целью краткосрочного повышения ее рыночной стоимости и последующей перепродажи.

Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо “сломить” сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного в рационализации (раздроблении) компании, особенно если речь идет о высокодиверсифицированной компании (Coffee, 1988). В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с “частной” (особенной) выгодой крупных акционеров и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Вместе с тем эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров только к реализации краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Конфликт между краткосрочными и долгосрочными целями бизнеса приводит к тому, что компаниям приходится заботиться прежде всего о повышении курса своих акций, повышении текущих (квартальных) прибылей («тирания квартальных отчетов»). «Давление биржи» как реакция на событие становится важнее самого события. Дело Enron в том числе связано с такой ситуацией. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех “соучастников”. Наконец, всегда существует (и доказан эмпирически) риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании (см. Грей, Хэнсон, 1994).

Для Европы (континентальная европейская («рейнская») модель) традиционно характерно отношение к предприятию не только как к исключительной собственности акционеров, но и как к некоторому социальному институту, ответственному перед всеми «со-участниками» (stakeholders). Концентрированная структура собственности «привязывает» предприятие к стратегическому собственнику, заинтересованному в его долгосрочном развитии.

Преобладают «дружественные» поглощения (фактически слияния), «недружественные» в принципе отвергаются и осуждаются обществом и бизнесом. Поэтому операции рейдеров значительно менее распространены, чем в США.

Тем не менее, если в США во второй половине 90-х гг. количество враждебных поглощений уменьшилось (с 1995 по 1999 гг. объем сделок снизился с 50 до 10 млрд. долл.), то Европа стала мировым лидером по враждебным поглощениям (Леонов, 2000). При этом доля враждебных сделок возросла как на фоне всех сделок по слияниям и поглощениям, так и в структуре межстрановых враждебных поглощений в Европе. Величина всех враждебных поглощений в Европе в 1999 году составила 393 млрд. долл. (т.е. в 4 раза больше, чем за весь период 1990-1998 гг.) из 1487 млрд. долл. всех слияний и поглощений в Европе. Активизация данного процесса со всей очевидностью потребовала и адекватных мер на уровне ЕС (см. ниже).

Для японской модели характерна добровольность объединения. Для недружественных поглощений существуют жесткие институциональные и социальные барьеры. Институциональные барьеры заключаются в том, что менеджмент компании обеспечивает себе «постоянных акционеров» — обычно это компании из той же холдинговой группы («кэйрецу») или дружественные банки. При этом широко распространено перекрестное владение акциями. «Постоянные акционеры», которым принадлежит 60–80% акций, снимают угрозу поглощения компании путем скупки акций на рынке. При этом компании могут сосредоточиться на стратегических целях.

Социальные барьеры означают, что культурные традиции японского бизнеса рассматривают предприятие в том числе как сообщество пожизненно работающих на нем сотрудников с определенной неформальной иерархией и системой карьерного роста. Поэтому «поглощение» компании вместе с сотрудниками жестко осуждается. Как правило, сотрудники, профсоюзы, администрация и основные акционеры занимают солидарную позицию относительно предполагаемой сделки. Сопrotивление служащих является основным препятствием для западных компаний при попытке поглотить японские предприятия. Возможно, именно «закрытость», ориентация на внутренние источники роста помогли японской экономике осуществить устойчивое послевоенное развитие и «прорыв» в тройку наиболее развитых стран. Однако стагнация 90-х годов может означать, что данная модель корпоративного управления исчерпала свои возможности и требуется ее модификация для повышения эффективности.

Эмпирические исследования последнего времени до некоторой степени ослабили интерес к теоретическому исследованию "атомистической" корпорации. В Японии и в странах континентальной Европы даже в самых крупных компаниях (акции которых могут котироваться не только на национальных биржах, но и за рубежом) чаще всего собственность и контроль характеризуются весьма высокой степенью концентрации. Во многих случаях контролирующий собственник непосредственно вовлечен в процессы управления. В указанных случаях действие регулирующих сил, порождаемых рынком капитала, может наталкиваться на специфические ситуации, когда "враждебное" поглощение неэффективной компании оказывается практически маловероятным.

Больше того, можно сказать, что при современных формах организации акционерной компании складывается система хозяйственных стимулов, препятствующих дроблению сложившихся крупных пакетов акций: такое дробление неизбежно повлекло бы за собой снижение рыночной стоимости фирмы (см. Shleifer, Vishny 1986).

В целом в законодательстве отдельных развитых стран (см. Кулагин, 1997, с. 131-138; Шеленкова, 1998) речь идет о таких формах реорганизации юридических лиц, как слияния (две или несколько компаний объединяются в одну новую – новый субъект права), поглощении (одна или несколько компаний присоединяются к существующему юридическому лицу), разделении (юридическое лицо распадается на два и более новых субъектов права), выделении (передача части имущества вновь создаваемому субъекту права без прекращения деятельности компании-донора).

Во Франции реорганизация акционерных обществ (закон о торговых товариществах 1966 г.) допустима в следующих формах: фузия (объединение по меньшей мере двух ранее существовавших товариществ через поглощение одного другим или через образование нового товарищества), разделение (внесение имущества данного товарищества в новые товарищества) и фузия-разделение (товарищество вносит свое имущество в уже существующие товарищества или участвует совместно с ними в создании новых товариществ). Товарищество, к которому в результате одной из перечисленных операций переходит все или часть имущества другого, становится универсальным правопреемником этого последнего.

В праве ФРГ слияние акционерных компаний предусматривается в двух формах: путем передачи имущества акционерного общества как целого другому акционерному обществу за акции первого и путем образования нового акционерного общества, к которому переходит имущество объединившихся акционерных обществ.

В законодательстве и в доктрине отсутствует также единое мнение относительно того, что считать публичным предложением покупки акций. Обычно выделяют следующие специфические черты этого института:

- это оферта о покупке акций определенной компании на условиях, указанных в оферте;
- эта оферта адресуется всем держателям ценных бумаг указанной категории;
- она должна исходить от акционерного общества.

Выставление обязательной оферты может быть оговорено рядом условий: приобретение общества ставится в зависимость от согласия общего собрания акционеров (см. п. 2 ст. 80 закона РФ «Об акционерных обществах»), акционерам предоставляется право связать принятие предложения о приобретении акций определенными условиями, возможно выставление частичной оферты, покрывающей, например, 2/3 общего количества обыкновенных акций.

Тем не менее в Англии данный институт больше соответствует понятию «предложение установить контроль» (take-over-bid), ибо цель операции согласно английскому праву должна состоять в установлении контроля над компанией, акции которой скупаются. Во Франции инициаторы данной операции могут стремиться с ее помощью не только установить, но и усилить уже имеющийся контроль над обществом (в России именно усиление/расширение контроля являлось основным стимулом поглощений до 1998 года). В любом случае не будет рассматриваться как публичное предложение покупки акций общества операция, если она рассчитана на приобретение менее 15 % капитала общества.

City Code on Takeovers and Mergers Великобритании предусматривает, что цена приобретения не может быть ниже наивысшей цены, по которой оферент приобрел такие акции в течение последних 12 месяцев. Согласно кодексу поглощений Германии цена приобретения не должна опускаться ниже 25% от уровня цены, по которой оферент

приобретал акции общества в течение 6 месяцев до момента достижения процентного барьера (по российскому праву — не ниже средневзвешенной цены приобретения акций за последние 6 месяцев, предшествующие дате приобретения 30 или более процентов акций). Существуют отличия и во временных рамках выставления обязательной оферты: в Великобритании незамедлительно, а в Германии — в течение 21 месяца с момента достижения процентного барьера.

Существуют различия и в вопросе установления самого размера процентного барьера, при котором возникает обязательность выставления оферты: в Великобритании — 30%, во Франции — 1/3, в Германии — 50%, в Дании, Бельгии и Италии — приобретение контроля над предприятием.

Для целей данного исследования более целесообразно, видимо, исходить из общепринятых определений, используемых в теории корпоративных финансов и мировой практике такого рода операций и базирующихся на конкретной технике.<sup>38</sup> Так, три основные формы, используемые на мировом рынке корпоративного контроля и которые занимают более 85 % объема сделок (см. Рудык, Семенова, 2000; Рудык, 2001), следующие:

1) Слияния (merger) – обычно синонимично дружественному поглощению (другая интерпретация – финансовая сделка, в результате которой происходит объединение двух или более корпораций в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав).

Слияние представляет собой соглашение, заключаемое между группами менеджмента корпорации-покупателя и корпорации-цели относительно продажи последней. Менеджеры корпорации-цели вступают в переговоры относительно проведения слияния только после одобрения факта переговоров у своего совета директоров и акционеров. Таким образом, слияние - это прежде всего контракт между группами менеджеров двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе, причем менеджеры корпорации-цели выступают на этих переговорах прежде всего как агенты акционеров.

2) Поглощения (takeover) - оплаченная сделка, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке участвуют две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель.

Возможны следующие формы поглощений: а) корпорация–покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95-100 % акций корпорации-цели) менеджменту корпорации-цели (дружеское поглощение - friendly takeover); б) корпорация –покупатель делает тендерное предложение акционерам корпорации-цели на выкуп контрольного пакета обыкновенных голосующих акций, минуя менеджмент (жесткое, враждебное поглощение - hostile takeover).

Тендерное предложение объявляется и исполняется в независимости от одобрения или не одобрения тендерного предложения менеджментом корпорации-цели. Таким образом, в жестком поглощении от сделки оказывается отстраненным менеджмент корпорации-цели. Теоретически, для успешного проведения жесткого поглощения любой корпорации, достаточно приобрести контрольный пакет ее акций (50%+1 обыкновенную голосующую акцию корпорации-цели).

---

<sup>38</sup> Более подробно об этом см.: Радыгин, Энтов (2002а)

В качестве «бизнес-термина» под враждебным поглощением («захватом») понимается попытка получения контроля над финансово-хозяйственной деятельностью или активами компании-цели в условиях сопротивления со стороны руководства или ключевых участников компании. Признание характера сделки «враждебным» зависит скорее от реакции менеджеров и (или) акционеров/участников (что имеет место в российской практике) компании-цели, если атакующая компания выполнила все требования органов регулирования об афишировании своих действий (Леонов, 2000).

3) Выкупы долговым финансированием (LBO—leveraged buyout) с сер. 80- х гг. – финансовая техника (а не операция), при помощи которой открытая корпорация (public corporation) преобразуется в закрытую корпорацию (private corporation). Группа внешних или внутренних (менеджеры) инвесторов выкупает все находящиеся в обращении акции корпорации, причем выкуп на 80-90 % финансируется за счет эмиссии долговых обязательств (чаще всего мусорные/высокодоходные облигации). По прошествии 3-6 лет акции возвращаются на открытый рынок, хотя известны случаи сохранения закрытой формы.<sup>39</sup>

Очевидно, что реорганизация юридических лиц вызывает много проблем, связанных не только с контролем государственных органов за концентрацией экономической мощи и с расширением правоспособности компаний, поглощающих другие предприятия, занятые в иных сферах хозяйственной деятельности (см. Кулагин, 1997). Не менее существенные проблемы, которые должны решаться в рамках национального (или унифицированного, например, европейского) законодательства – это проблемы охраны интересов акционеров, не согласных с проектом реорганизации, а также кредиторов компаний, участвующих в операции.

В этой связи важно также упомянуть неоднозначное отношение исследователей к публичному предложению о покупке акций. Если некоторые авторы рассматривают его как институт, защищающий интересы мелких акционеров (более выгодные условия продажи акций, чем на бирже, плюс косвенный контроль менеджмента), то другие не столь оптимистичны. Если контролирующая группа обращается с предложением к мелким акционерам выкупить их акции, то перед этим могут быть приложены определенные усилия (снижение дивидендов, манипулирование информацией) по снижению рыночных котировок для создания иллюзии выгодности сделки для мелких акционеров. Аналогичные проблемы могут возникать и при операциях по захвату контроля.

#### *2.4.2. Регулирование слияний и поглощений в праве ЕС*

Вопрос о полномочиях по контролю за слияниями со стороны институтов ЕС возник фактически сразу со вступлением в силу Римского договора.<sup>40</sup> Проблема состояла в том, что ст. 85-86, ограничивающие ограничение конкуренции и злоупотребление доминирующим положением на рынке, не давали прямой возможности контролировать слияния. В 1972 и в 1987 гг. Суд ЕС создал определенные прецеденты, установив применимость ст. 85-86 к слияниям при определенных обстоятельствах (например, покупка крупного пакета акций с условием дополнительной покупки акций в будущем, которая приведет к переходу контроля над компанией). В 1989 году Совет принял Регламент 4064/89 (неофициально – «Регламент о

---

<sup>39</sup> В качестве четвертой формы можно выделить получение контроля над Советом директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности.

<sup>40</sup> См. Энтин, 2001; Brittan, 1991; Cook, Kerse, 1996, а также Аннерс, 1996; Пучинский, Безбах, Ермакова и др., 1999; Борко, Каргалова, Юмашев, 1995; Никеров, 1999аб.



слияниях), который установил критерии для отнесения слияний к ведению Комиссии ЕС и процедуры рассмотрения необходимых решений.

Для применения данного Регламента (и исключительной компетенции Комиссии ЕС) необходимо, чтобы суммарный мировой оборот всех участвующих предприятий превышал 500 млрд. Евро при суммарном обороте на территории ЕС в 250 млрд. Евро. Предприятия обязаны направить в Комиссию ЕС нотификацию в течение недели после покупки контрольного пакета, объявления о тендере или заключения соглашения.

Существенно, что в Регламенте используется термин «концентрация», который имеет в большей степени экономический характер и охватывает широкий спектр сделок, приводящих к концентрации контроля. Регламент определяет следующие способы концентрации:

- слияние двух ранее независимых предприятий;
- приобретение прямого или косвенного контроля над предприятием (предприятиями) путем покупки акций или активов с заключением контракта или без такового;
- т.н. концентрационные совместные предприятия (соглашения, целью которых является организация контроля над фактически единым экономическим субъектом).

На практике речь идет чаще всего о следующих схемах: приобретение единоличного контроля, приобретение совместного контроля, приобретение совместного контроля совместным предприятием, переход от совместного к единоличному контролю. Считается, что Регламент о слияниях оказался весьма эффективным инструментом проведения политики конкуренции в ЕС. После его принятия в Комиссию ЕС поступало 50-60 нотификаций ежегодно, в настоящее время – вдвое больше.

Проблема регулирования **поглощений**<sup>41</sup> с разной степенью интенсивности обсуждается в ЕС более четверти века (проект Пеннингтона 1974 г., прямое указание о необходимости специальной Директивы в Белой книге Комиссии ЕС 1985 г. и др.). Изначально предложение по обсуждаемому в настоящее время проекту (т.н. Тринадцатая Директива «О приобретении значительной части акций компании» - Directive on Takeover Bids) было принято Комиссией ЕС в 1988 г. В феврале 1996 г. Комиссия выпустило новое предложение, которую характеризуют как “рамочную” директиву. Проекты Директивы рассматривались в ЕС неоднократно в 1989-2001 гг.<sup>42</sup>

Общий подход к регулированию поглощений на уровне ЕС имеет некоторые объективные особенности:

---

<sup>41</sup> Здесь и далее используемый термин «поглощение» синонимичен английскому термину «takeover», который по своему экономическому содержанию в наибольшей степени близок к сделке по приобретению акционерного общества. Как указывалось выше, в Англии термин «takeover-bid» соответствует понятию «предложение установить контроль». В англоязычной версии официальных документов ЕС используются именно эти термины – «takeover» и «takeover-bid».

<sup>42</sup> OJ 32 C64/8 and COM (95) 655 final. В отличие от слияний, возможность прямого наднационального регулирования которых обоснована решениями Евросуда, Комиссия ЕС не обладает исключительной компетенцией в области регулирования поглощений. Соответственно, применительно к поглощениям в качестве европейского правового акта может применяться не Регламент, а Директива.

- использование принципа субсидиарности<sup>43</sup>: ЕС действуют в соответствии с критерием «сравнительной эффективности», т.е. в случае, если национальное регулирование представляется недостаточным и возможные мероприятия с точки зрения их объема и результата могут быть наилучшим образом осуществлены на общеевропейском уровне;
- отсутствие «единого игрового поля» (как следствие сохранения национальных правовых барьеров) в данной области обусловило дополнительные цели регулирования (помимо традиционных, таких как защита инвесторов и функционирование рынков капиталов): утверждение нового порядка предпринимательской деятельности в качестве одного из условий свободной рыночной конкуренции;
- большинство положений Директивы устанавливают лишь общие (рамочные) принципы регулирования и минимальные стандарты гармонизации, а детализация остается в компетенции национального законодателя (государства — члены ЕС могут сохранить или ввести более жесткое национальное регулирование поглощений).

Среди основных положений проекта<sup>44</sup> следует выделить:

- взаимоотношения оферента и возможного акцептанта на условиях равноправия (ст. 5 (1) а проекта), т.е. в наиболее распространенной интерпретации национального права - равноправность оферты по отношению ко всем лицам, владеющим акциями одного вида;
- запрет манипулирования на рынке ценных бумаг (с учетом инсайдерской деятельности): оферта не должна привести к структурным изменениям в торговле ценными бумагами оферента и акцептанта (ст. 5 (1) d проекта);
- прозрачность оферты о приобретении акций (ст. 6 проекта): акционеры, получившие соответствующую оферту, должны принять решение, обладая полной информацией.
- установлены две обязанности общества, акционерам которого направляется предложение о покупке акций: нейтральность органа управления общества и обязанность общества предоставить обоснованное заключение относительно такого предложения;
- защита миноритарных акционеров общества.

Последний вопрос является по сути основным и представляет собой компромисс между подходами Великобритании и стран континентального права.

Прежде всего это касается обязанности выставлять оферту на приобретение акций «меньшинства». Такое требование характерно для стран общего права и впервые закреплено в 1972 г. в английском City Code on Takeovers and Mergers, а с 1974 г. для оферента и его аффилированных лиц установлен предел в 30% акций с правом голоса. В настоящее время большинство стран ЕС (Германия, Австрия, Франция, Бельгия, Дания, Италия, Испания,

---

<sup>43</sup> Этот принцип впервые закреплен в новой формулировке ст. 130 г договора о ЕС, принятой в Едином европейском акте. В настоящее время устанавливается ст. 3 b II Договора о ЕС.

<sup>44</sup> Процедура приобретения общества (выставление оферты, ее изменение и порядок отзыва, допуск конкурирующих предложений и пр.) не устанавливается проектом директивы и относится к компетенции национального законодателя.

Ирландия) закрепили данную норму в антимонопольных законах, самостоятельных кодексах (например, кодекс поглощений Германии 1995 г.) или биржевых регламентах (см. также п. 2 ст. 80 закона РФ «Об акционерных обществах»). Тем не менее в ряде стран (Швеция, отчасти Бельгия и Германия) высказываются сомнения касательно результативности обязательной оферты

В итоге (согласно проекту Директивы) страны ЕС должны доказать наличие действующих положений или иных правил и процедур, которые либо обязывают лиц, приобретших установленный процент акций общества, сделать предложение (оферту), либо предусматривает иные равнозначные способы защиты миноритарных акционеров общества (ст. 3 проекта). Соответственно, обязанность выставления оферты на приобретение ценных бумаг «меньшинства» в рамках проекта теряет свой абсолютный характер. Выбор должен быть сделан в рамках национальных правовых традиций.

Согласно ст. 10 проекта директивы оферент обязан сделать акционерам предложение о приобретении принадлежащих им акций по цене. «соответствующей защите их интересов». Соответственно, и вопрос о цене приобретения будет устанавливаться национальными законодательствами.

Компромиссный вариант (проект директивы 1996 г.) предусмотрен также для установления размера процентного барьера, при котором возникает обязательность выставления оферты. Этот вопрос также отнесен на усмотрение права страны местонахождения общества, на приобретение акций которого направлена оферта (ст. 3).

Еще одна проблема связана с различиями в национальном регулировании поглощений. Для Германии и Нидерландов характерны усиленный государственный надзор за приобретением предприятий, развитое картельное законодательство и процедуры согласования поглощений с работниками предприятия. Система регулирования Великобритании и Ирландии предполагает принцип саморегулирования и неправовое оформление поглощений (так, в Великобритании применяются законодательно не оформленный City Code on Takeovers and Mergers и внесудебный Panel on Takeovers and Mergers, при добровольности исполнения, что позволяет сократить количество правовых споров, поступающих в английские суды)<sup>45</sup>. Смешанное регулирование типично для Франции, Бельгии, Испании.

Существенно также, что в Великобритании саморегулирование (self-regulations) имеет иное значение, нежели в странах континентального права. В последних саморегулирование и самоконтроль потеряли свой первоначально автономный характер и получили закрепление в законодательных положениях. Наиболее показательный пример — кодификация положений об инсайдерской деятельности в рамках ЕС. Аналогичной позиции придерживается и современное регулирование поглощений в Швейцарии, где добровольный кодекс поглощений бирж 1989 г. был трансформирован в положения Закона о биржах и фондовой торговле 1995 г.

Проект директивы в итоге предусматривает наличие национальных контрольных органов и необходимость координации их деятельности (ст. 4). Тем не менее эти функции могут выполнять и частные организации. Одновременно устанавливается, что в целях избежания участия административных и судебных органов в вопросах поглощений следует использовать метод добровольного самоконтроля.

---

<sup>45</sup> Проект Директивы содержит ряд правил, которые можно найти и в Кодексе Сити о Слияниях и Поглощениях, однако многие британские комментаторы полагают, что это увеличит число судебных процессов и снизит уровень гибкости действий органа, который будет следить за поглощениями по сравнению с существующим Комитетом по Слияниям.

Как видно из приведенных выше основных положений проекта, его относительно общий характер фактически оставляет в силе национальные особенности регулирования поглощений в странах ЕС. Как и в отношении «европейской компании», конфликт национальных подходов ведет к затяжному характеру дискуссий и поиску компромиссных решений, выхолащивающих возможности наднационального регулирования.

Необходимо принять во внимание и проблему, связанную с сопротивлением новациям в данной сфере. Так, в 1993 году 5 из 12 стран ЕС выступили против принятия директивы Комиссии ЕС о регулировании сделок по слияниям и поглощениям компаний. Как показал анализ, именно на эти страны приходилось 70 % всех подобных операций и 94 % всех попыток враждебного поглощения (Кобяков, 1997). Заметное место среди этих стран принадлежало Германии, традиционно считающейся страной «корректной» корпоративной культуры.

Очередной проект Тринадцатой Директивы о поглощениях был отклонен 4 июля 2001 года по итогам голосования в Европарламенте. Как заявил член Комиссии ЕС Frits Bolkestein, голосование, итогом которого стало неодобрение предложений по Директиве, является разочарывающим.

Формирование в 2001 году Группы экспертов высокого уровня по законодательству о компаниях означает в этой связи, что Комиссия намерена двигаться дальше и внести в 2002 году новое предложение, учитывающее максимально широкий спектр мнений. Принимая во внимание позицию Совета министров ЕС и Европарламента при обсуждении проекта Директивы (МЕМО/01/255), Группа в конце 2001 года представила доклад, в котором основное внимание уделено следующим вопросам:

- как обеспечить существование «единого игрового поля» в странах ЕС для обеспечения равных прав акционеров (equal treatment of shareholders);
- определение понятия справедливой цены («equitable price»), которая платится миноритарным акционерам;
- право мажоритарного акционера выкупать миноритарные доли («squeeze-out procedure»).

Среди ключевых предложений Группы, которые будут далее рассматриваться в ЕС, следует выделить:

- «a level playing field for takeover bids»: в том случае, если предложение о покупке компании увенчалось успехом, по меньшей мере приведя к покупке 75% или более акционерного капитала<sup>46</sup> приобретаемой компании, офферент должен иметь право контролировать состав совета директоров и содержание устава компании пропорционально своему участию в ее капитале, невзирая ни на какие положения устава или других внутренних документов компании, которые препятствовали бы установлению такого контроля;
- «equitable price»: в том случае, если офферент приобретает контроль над компанией, то цена, которую в соответствии с Директивой должен предложить офферент за остающиеся акции, должна, как правило, быть высшей из цен, которые офферент заплатил за акции в период от 6 до 12 месяцев до того, как он приобрел контроль, включая период приобретения контроля;

---

<sup>46</sup> В англоязычной версии доклада Группы используется термин «risk-bearing share capital», более строгое значение которого – «ценные бумаги, владельцы которых принимают участие в разделе прибыли компании».

- «squeeze-out procedure»: в том случае, когда офферент приобретает более установленного процента акций компании (процент должен быть установлен на уровне от 90 до 95%), или же, альтернативно, когда его предложение о покупке акций принимается владельцами 90% и более акций компании, у офферента должно быть право принудительного выкупа остающейся миноритарной доли по справедливой цене (справедливой ценой считается цена, по которой было сделано первоначальное предложение). При этом тогда, когда офферент приобретает более определенного процента акций компании (аналогично устанавливаемого на уровне 90-95% от всех акций), у остающихся миноритарных акционеров должно быть симметричное право требовать выкупа своих акций офферентом по справедливой цене.

Группа полагает, что акционеры в разных странах ЕС должны иметь близкие возможности и права в рамках процедуры поглощения (предложения по покупке компании), т.е. «единое игровое поле». Любое европейское законодательство о компаниях в этой связи должно ориентироваться на два принципа:

- только сами акционеры (а не совет директоров) должны оценить предложение о покупке и принять решение, продавать ли свои акции офференту и по какой цене;
- должна быть пропорциональность между акционерным капиталом и контролем: только держатели акций, дающих неограниченное право на участие в прибыли или на решение о ликвидации, должны осуществлять контрольные права пропорционально своей доле (соответственно риску).

Рекомендации Группы в данной связи следующие:

- полное раскрытие компанией, акции которой имеют листинг, информации о ее капитале и структуре контроля (с постоянным обновлением);
- после объявления предложения о покупке совет директоров компании может принять меры по срыву поглощения только с разрешения общего собрания акционеров (большинством голосов);
- когда офферент приобретает определенный процент акционерного капитала компании (не выше 75 % для всех стран ЕС), он имеет право незамедлительно отменит все защитные механизмы (в уставе и структуре управления), препятствующие осуществлению контроля;
- правило разрушения защитных механизмов должно быть применимо и к «золотой акции», дающей специальные контрольные права государствам ЕС (в той мере, в какой это допустимо законодательством ЕС, страны, желающие сохранить контроль в компании, должны сделать это законодательным актом в рамках принципов публичного права);
- положения устава компании, ограничивающие возможность передачи акций, не должны действовать против офферента, который сделал предложение о покупке акций компании;
- Комиссия ЕС должна рассмотреть случаи, когда пирамидальные структуры и кросс- и циркулярные холдинги должны регулироваться на общих основаниях и какие меры по защите миноритарных акционеров должны быть приняты странами ЕС.

## 2.5. Банкротства

Одним из наиболее важных документов в данной области является Конвенция о банкротстве Совета Европы. Ее цель - обеспечение единых рамок для несостоятельности в ситуации, когда активы компании находятся на территории более чем одного государства-члена ЕС. Идея состоит в том, чтобы установить процедуру «первичной» ликвидации или банкротства, осуществляемых неким «ликвидатором», у которого есть право действовать в других странах, где находятся активы компании. В случае необходимости проведения «вторичного» банкротства в другом государстве, такая процедура может быть инициирована, но лишь как подчиненная по отношению к «основной» процедуре.

Конвенция ЕС по вопросам банкротства была принята в октябре 1995 г. и подписана всеми странами- членами ЕС, за исключением Великобритании. На основании ст. 220 Договора, настоящая Конвенция применяется к делам о несостоятельности, включающим сокращение капиталовложений должника (*disinvestment of the debtor*). Она исключает процедуры спасения компании, например, такие, как введение администрации в Великобритании. И данное предложение, и конвенция Совета Европы относятся как к несостоятельности компаний, так и частных лиц.

Юрисдикция в части открытия дел по несостоятельности предоставлена правительству той страны, на чьей территории находится центр важнейших интересов должника. Это основано на допущении о том, что таким центром для компании или другого юридического лица является место нахождения ее зарегистрированного или установленного уставом офиса. В таких случаях должно применяться законодательство по вопросам несостоятельности, действующее в государстве, где начато дело о несостоятельности. Тем не менее Конвенция разрешает открытие дел о несостоятельности в двух или более юрисдикциях – т.е. с различными законами, применяемыми к одному банкротству в целом. Соответственно, принцип универсальности (т.е. единый закон, применимый ко всему делу) в данном случае не соблюдается, что неизбежно порождает правовые коллизии.

Конвенция устанавливает, что при законным образом начатом деле о несостоятельности, оно должно быть признано всеми странами, подписавшими Конвенцию. Дело о несостоятельности должно обладать такой же юридической силой в указанных странах, как и в стране, где оно было начато.

Директива 80/987/ЕЕС от 20 октября 1980 г. (Директива Francovich) касается защиты наемных работников в случае несостоятельности их работодателя.<sup>47</sup> Именно невыполнение данной Директивы привело к вердикту Евросуда в процессах C-6 и 9/90, *Francovich and Boniface v. Italian Republic* [1992] ECR 113). Некая итальянская компания инициировала процесс своей ликвидации в связи с несостоятельностью и оставила истца и других без причитающегося им жалованья. В Италии не было компенсационных схем для таких ситуаций, и Директива стала основанием для предписания правительству выполнить это требование.

---

<sup>47</sup> OJ L 1980 283/23.

### **Глава 3. Российское законодательство о компаниях и перспективы использования опыта ЕС**

#### **3.1. Рецепция и общие тенденции развития законодательства о компаниях в переходной экономике**

Вторая половина 80-х – 90-е годы XX века характеризуются масштабным заимствованием правовой регламентации, прежде всего стран Западной Европы, со стороны государств с переходной экономикой. Безусловно, страны с переходной экономикой - это особый вопрос, ибо здесь речь идет не о сближении, а об объективном заимствовании рассмотренных выше моделей (их элементов) или же о восстановлении правовой системы, исторически сложившейся в стране. Пока наибольшее распространение (на уровне права) в европейских странах с переходной экономикой получает германская модель (см. также Радыгин, Энтов, 1999).

Тем не менее ситуация здесь осложняется многими нетрадиционными объективными и субъективными проблемами.

В самом общем виде базовая институциональная проблема заключается в специфике самой переходной экономики как “нециклического системного перелома” в экономическом развитии (Кузнецов, 1994, с.5-6). Институт корпоративного управления, относясь к таким принципиально новым институтам, не только несет на себе все тяготы “системного перелома”, но и непосредственным образом зависит от состояния других формирующихся институтов, направлений реформ и общества в целом.

Среди наиболее важных специфических проблем, присущих (в данном контексте) большинству стран с переходной экономикой и создающих дополнительные трудности формирования моделей корпоративного управления и контроля, следует выделить:

- относительно нестабильная макроэкономическая и политическая ситуация;<sup>48</sup>
- неблагоприятное финансовое состояние значительного числа вновь созданных корпораций;
- неразвитое и относительно противоречивое законодательство в целом;
- крайняя слабость инфраструктуры для обеспечения исполнения корпоративного законодательства;
- доминирование в экономике крупных корпораций и проблема монополизма;
- во многих случаях значительная первоначальная “распыленность” владения акциями;
- особая роль менеджеров (директоров) в корпоративном контроле;

---

<sup>48</sup> По понятным причинам в настоящей работе нет возможности даже кратко рассмотреть общие макроэкономические и политические проблемы, так или иначе влияющие на состояние дел в сфере корпоративного управления. Среди последних и наиболее полных работ о переходных экономиках см.: Глинкина, отв. ред., 2002. Кроме того, как уже отмечалось выше, модель корпоративного управления достаточно консервативна по отношению к резким модификациям, поэтому такое влияние может быть как правило лишь косвенным (но более сильным в условиях нестабильной экономико-политической ситуации системного перехода).

- продолжающаяся борьба за контроль в корпорациях и, соответственно, нестабильность системы прав собственности;
- социально-политические преграды для проведения реальных процедур банкротства убыточных корпораций;
- слабые и неликвидные (малоликвидные) рынки корпоративных ценных бумаг;
- неразвитая система финансовых институтов;
- проблема “прозрачности” эмитентов и рынков, связанная с широким спектром самостоятельных проблем (эффективность налоговой системы и др.);
- как следствие отсутствие (неразвитость) внешнего контроля за менеджерами бывших государственных предприятий;
- слабые внутренние (национальные) и опасаящиеся многих дополнительных рисков внешние (иностраные) инвесторы;
- отсутствие (забвение) традиций корпоративной этики и культуры;
- сохранение значительной доли собственности у государства;
- коррупция и прочие криминальные аспекты проблемы.

Конечно, ни в одной стране с переходной экономикой не существует законодательства по корпоративному управлению (в широком смысле, с учетом всех сопряженных нормативных актов), которое можно было бы оценить как высокоразвитое. Это законодательство “отражает не столько то, что уже есть, сколько то, что должно быть или в лучшем случае находится в стадии становления... Это нечто вроде первой стадии развития права..., но ему благоприятствует то, что оно может опереться на имеющийся в мире опыт и избежать тем самым периода проб и ошибок... Здесь несомненен приоритет континентального права, однако это не исключает возможности использования отдельных удачных конкретных решений англо-американского права. Но в больших порциях эклектика опасна... (Акционерное общество..., 1995, с. VIII-IX).

**Таблица 2. “Стандартные” элементы корпоративного законодательства и их наличие в некоторых странах с переходной экономикой, 90-е гг. \***

	Россия	Чехия	Венгрия	Болгария	Польша	Румыния
<b>Законодательные акты</b>	Гражданский кодекс РФ (1994), закон «Об АО» (1995)	Торговый кодекс (1991)	Закон VI о коммерческих обществах (1988)	Коммерческий закон (1991, 1994)	Торговый кодекс (1934 с изм.)	Акт о коммерческих обществах (1990) на основе Торгового кодекса 1887
<b>(1) четкое распределение полномочий по принятию решений</b>	Слабо	есть	есть	слабо	есть	слабо
<b>(2) структура правления (оно-иди двухуровневая, т.е.</b>	Двух-уровневая, если число акционеро	всегда двух-уровневая	всегда двух-уровневая	по решению акционеро в	двух-уровневая, если уставный капи-	по решению акционеро в



Александр Радыгин, Революд Энтов •  
**УНИФИКАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА: ОБЩЕМИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ,  
 ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ЕС И ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИИ**

правление и совет директоров /наблюдательный совет)	в выше 50				тал выше выше 0, 5 млн.злоты х	
(3) назначение (число голосов для выборов) директоров;	Более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	н.у., часть может быть назначена крупными акционерами	компетенция правления
(4) смещение директоров	Более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %
(5) контроль за правом голоса (доверенности)**	Есть	есть	есть	есть	есть	есть
(6) правила раскрытия информации и аудит;	низкий уровень	низкий уровень	высокие стандарты	низкий уровень	высокие стандарты (близки ЕС)	низкий уровень
(7) права миноритарных акционеров:						
(а) преимущественное право покупки акций;	Есть	есть	есть	есть	есть	н.д.
(б) квалифицированное (или выше) большинство при важных решениях;	75 %	66 %	75 %	2/3 уставного капитала	может быть 50% , 2/3, 3/4, 4/5	2/3 от 75 % кворума
(в) правила поглощений;	Есть	нет	есть	нет	н.д.	н.д.
(г) кумулятивное голосование;	Есть	н.д.	н.д.	н.д.	есть	н.д.
(д) ограничения на число голосов для 1 акционера	н.у.	могут быть	могут быть	н.у.	могут быть	могут быть
(8) участие занятых в наблюдательном совете	н.у.	1/3-1/2, если число занятых более 50	1/3, если число занятых более 200	н.у.	н.у.	н.у.
(9) минимум для кворума собрания	Свыше 50 %	30 %	Свыше 50 %	по уставу	н.у.	50 %
(10) число голосов на 1 акцию	как правило 1	1	неограничено	1	от 1 до 5	1
(11) запрет инсайдерских сделок	Есть	есть	есть	есть	есть	Есть
(12) - принудительное исполнение этих норм (enforcement).	слабо	слабо	слабо	слабо	слабо	Слабо

\* н.д. - нет данных, н.у. - не указано в законодательстве. Информация может быть устаревшей.

\*\* реально зависит (а) от правил доступа к реестрам акционеров и (б) перспективам формирования системы депозитариев, сходной с германской (где банки-депозитарии голосуют за акционеров, не выразивших отношения к поставленным вопросам собрания. Последнее прямо противоположно нормам США, где такие голоса аннулируются).

*Источники: законодательство РФ; Bohm A., ed., 1997; Грэй, Хэнсон, 1994; Акционерное общество..., 1995; EBRD, 1998.*

Хотя определенный стандартный набор корпоративных норм присутствует в большинстве правовых систем стран с переходной экономикой (таблица 2), диапазон формирующихся национальных моделей крайне широк, и охватывает самые противоположные подходы:

- с одной стороны, доминирующая ориентация на все более разветвленное и детальное корпоративное законодательство по мере развития реальных процессов и практики корпоративного контроля (пока это страны, первыми начавшие приватизацию - Россия, Литва, Чехия, Польша, Венгрия);
- с другой стороны, концепция полного самоустранения государства от проблем корпоративного управления. В качестве примера, по всей видимости, можно привести Эстонию, где основной расчет сделан на сочетание “концентрированной собственности” как основной “панацеи” с косвенной политикой правового регулирования со стороны государства (конкурентная среда, налоги, введение международных норм бухгалтерского учета для реального доступа к информации и соответствующего контроля совета директоров). Этот подход проявляется даже в отношении к миноритарным госпакетам акций, которые могут без каких-либо последствий или санкций “размываться” частными акционерами.

В середине 90-х гг. существовали и более “оригинальные” общие трактовки самой концепции корпоративного управления и соответствующего государственного регулирования. Так, например, в Украине корпоративное управление и политика правового регулирования в этой области права интерпретировались следующим образом:

- социальная защита “граждан” и “занятых” (санкции против юридических лиц и менеджеров, которые нарушают “социальные обязательства” компании);
- усиление роли “занятых” в корпоративном управлении;
- усиление прав государства как собственника.

Близкое (к украинскому) понимание проблем корпоративного управления было свойственно в Словакии. В качестве важных задач также выдвигались повышение роли занятых и сохранение роли государства. В Узбекистане корпоративное управление трактовалось как принципы взаимоотношений между АО и отраслевыми министерствами.<sup>49</sup>

Если попытаться оценить формальные пути развития соответствующего законодательства (принципы кодификации корпоративного права), то рассматриваемые страны также можно отнести к разным классификационным группам.<sup>50</sup> Очевидно, что в значительной степени это связано с историческим влиянием в континентальной Европе стран-”первопроходцев” в этой

---

<sup>49</sup> Эти оценки сделаны на основе анализа отчетов за 1996 г. официальных представителей указанных стран для конференций СЕЕРП. См.: Bohm, ed., 1996-1997.

<sup>50</sup> Подробно об общей классификации см.: Богатых, 1996, с. 9-33; Васильев, 1993; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

сфере - Франции (Гражданский и Торговый кодексы Наполеона 1804-1807 гг.) и Германии (Торговый кодекс Бисмарка 1897 г.).

Базовым разграничением обычно является наличие в стране традиций “гражданского” (civil) права (Франция, Германия и зависимые страны) или “общего” (common) права (Англия, США и зависимые страны). При основополагающем влиянии римского права различные авторы выделяют от двух до четырех страновых моделей: (1) романо-германская (континентальная, кодифицированная, источник - закон) и англо-американская (островная, “общего права”, без отраслей права, источник - судебный прецедент.); (2) французская, германская и англо-американская; (3) французская, германская, скандинавская и англо-американская.

В континентальной Европе, как и в России, используется общепринятое деление права на публичное (организация государства и его отношения с частными лицами) и частное (регулирование и защита интересов частных лиц). Частное право, в свою очередь, подразделяется на две основные части: гражданское (общие нормы, регулирующие отношения частных лиц) и торговое (отношения частных лиц в связи с извлечением прибыли). “Торговые товарищества” (“хозяйственные товарищества и общества”) рассматриваются как отрасль торгового права, а “акционерные общества”, в свою очередь, как часть “торговых товариществ” (“хозяйственных товариществ и обществ”).<sup>51</sup>

Для некоторых стран романо-германской ориентации характерен также т.н. “дуализм” частного права - наличие и Гражданского, и Торгового кодексов (Франция, Германия, Испания, Греция, Турция, Япония). “Монистическое” частное право (т.е. регулирование норм торгового права в рамках единого Гражданского кодекса) имеется в Швейцарии, Италии и других странах, принято в России.

Другим в сущности формальным различием является детализация (или отсутствие таковой) норм акционерного права в специальных законах. Специальные законы, относящиеся к АО (помимо кодексов), имеются в настоящее время в большинстве стран, например, во Франции (закон о торговых товариществах 1966 г.), в Германии (закон об акционерных обществах 1965 г.), в Швейцарии (Обязательственный закон), в Японии (закон 1951 г.) и др. В Италии, напротив, деятельность АО регулируется Гражданским кодексом.

Еще одно различие - это “весомость” специального закона по отношению к кодексу. Так, французский закон о торговых товариществах 1966 г. (вместе с Декретом о торговых товариществах 1967 г.) представляет собой по сути самостоятельный новый кодекс, всеобъемлюще регулирующий деятельность прежде всего АО. В некоторых других странах такой специальный закон может только повторять или незначительно детализировать уже описанные в Гражданском (Торговом) кодексе нормы, касающиеся АО.

Наконец, в развитие кодекса может приниматься специальный закон об АО или закон, дополнительно регулирующий всевозможные виды хозяйственных товариществ и обществ.

Практически во всех странах с переходной экономикой АО уже являются предметом того или иного типа правового регулирования.

---

<sup>51</sup> В англо-американской системе с середины XX века отмечена тенденция выделения торгового права в особый предмет, несмотря на традиционную систему “общего права”, а также принят ряд законов в целях упрощения и модернизации права, отмены устаревших прецедентов (Богатова, 1996, с.25-26). Например, в Англии это закон о компаниях 1985 г., в США - модельный закон о предпринимательских корпорациях, принятый во многих штатах.

По французскому пути - т.е. специальный детальный закон о компаниях - первой пошла Венгрия (закон о хозяйственных обществах 1988 г., поправки 1991 г.). Естественно, этот закон (300 статей) был намного менее детальным, чем аналогичный французский. В нем, помимо АО, регулируются также товарищество с ограниченной ответственностью и другие типы товариществ. Аналогичные законы (где АО регулируется наравне с другими видами обществ или товариществ) были приняты в Албании, Болгарии, Казахстане, Монголии и Украине.

По другому кодификационному пути пошла в 1991 г. Чехословакия (затем, соответственно, Чехия и Словакия), где был принят Торговый кодекс, охвативший широкий круг вопросов торгового права. Право товариществ занимает в нем значительное, но не доминирующее, как в венгерском законе, место. Кодекс регламентирует также деятельность кооперативов, договорные обязательства и их обеспечение, отдельные виды торговых обязательств, конкуренцию, порядок ведения торговых реестров и бухгалтерской отчетности. Торговые кодексы также приняты в Польше, Македонии и Эстонии. Болгарский Торговый закон также в определенном смысле можно рассматривать как торговый кодекс.

По оценкам, регламентация права товарищества в рамках торговых кодексов является более краткой, чем в специальных законах. Согласно исторической практике (в т.ч. Франции и Германии), такая регламентация свойственна начальному этапу развития акционерного права. Затем неизбежно следует этап, требующий большей детализации, особенно с учетом того, что в этой сфере крайне нежелательна регламентация путем подзаконных правовых актов и ведомственных инструкций (Акционерное общество..., 1995, с. XII).

К концу 1996 г. специальные законы об АО (в том числе при наличии Гражданского кодекса) приняты в России, Армении, Латвии, Литве, Молдове и Таджикистане. В целом же для рассматривавшихся стран с переходной экономикой романо-германские традиции права со всей очевидностью являются доминирующими.

При этом существуют определенные объективные различия на уровне фундаментальных тенденций эволюции права. Так, некоторые исследователи при сравнении корпоративного права (в широком смысле, как определенных правил поведения организации/фирмы) в России и в развитых странах отмечают тенденцию общего порядка, которая связана со спецификой перехода от централизованной к рыночной экономике (Кашанина, 1995, с. 367-369). В развитых странах корпоративное право имеет тенденцию к сужению, тогда как массив публично-правовых норм неуклонно расширяется. Напротив, в России наблюдается интенсивный процесс расширения сферы действия корпоративного права.

Указанные формальные различия в принципах кодификации и детализации корпоративного законодательства, конечно, не позволяют делать выводы о большем реальном прогрессе в сфере корпоративного управления и защиты прав инвесторов в тех или иных странах.

Тем не менее, если использовать для оценки формальные критерии, определенный прогресс в переходных экономиках имеет место (подробно см. EBRD, 1997-2001). Более того, исследования Института сравнительного правоведения Макса Планка (Гамбург) свидетельствуют, что именно страны СНГ, в отличие от Центральной и Восточной Европы и стран Балтии, в настоящее время имеют наиболее явную устойчивую тенденцию движения к англо-американской модели защиты прав акционеров. Формирование системы защиты, характерной для норм общего права, происходит в странах СНГ несмотря на традиции

---

<sup>52</sup> Есть также группа стран, где, по имеющимся у автора данным на начало 1996 г., акционерное законодательство базировалось только на приватизационных актах (Белоруссия, Словения).

гражданского права, тогда как в Центральной Европе сохраняется приверженность к германской модели с относительно более сильным уклоном в сторону защиты прав кредиторов (Pistor, 1999). Это действительно так – достаточно обратиться к закону «Об акционерных обществах» (тем более с учетом поправок 2001 г.) и проанализировать нормы, которые позволяют мелким акционерам формально отстаивать свои права.

Переход к иным условиям развития корпорации сопровождается изменением условий делегирования полномочий и механизмов прямого и косвенного мониторинга. В развитии системы корпоративного управления нередко возникают неоптимальные процессы: одним из примеров такого рода могла бы, вероятно, служить волна конгломератных слияний в США второй половины 60-х - начала 70-х гг. Однако активное действие конкурентных сил на различных рынках не только очерчивает (в более длительной тенденции) возможные границы подобных отклонений, но чаще всего также активизирует децентрализованные механизмы, корректирующие обнаружившиеся "перекосы". Соответственно, функционирование развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда было и остается важнейшим условием эффективности корпоративного управления.

## 3.2. Особенности России в контексте потенциальной гармонизации законодательства о компаниях

### 3.2.1. Формальные критерии

Как было показано в разделе 1.2, ни одна из существующих моделей корпоративного управления не является совершенной. Точно так же ни в одной стране мира не достигнут 100-процентный уровень реализации наиболее компромиссных с точки зрения мировой практики Принципов корпоративного управления ОЭСР 1999 года (ОЭСР/ОЕСД, 1999). Ближе всего к нему наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой системе (США, Канада, Гонконг). За ними следуют страны континентального права, прежде всего те, которые следуют традициям Кодексов Наполеона (см. ИКПУ, 2001).

Для России наиболее значимым является сравнение с т.н. возникающими рынками. Первый миф, который необходимо развеять, сводится к утверждению об уникальности тех нарушений прав акционеров, которые имеют место в России.<sup>53</sup>

В России первоначальный интерес к корпоративному управлению объективно возник лишь по окончании массовой приватизации 1992-1994 гг., хотя значимость долгосрочного характера проблемы для российских предприятий осознавалась рядом экономистов и юристов и ранее. Закон «Об акционерных обществах» (N 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г.) стал важной правовой вехой, однако можно утверждать, что прикладной характер дискуссия о корпоративном управлении (точнее – о дискриминации прав аутсайдеров) приобрела на фоне и по итогам фондового бума 1996-1997 гг. Наиболее известные конфликты того времени («Ноябрьскнефтегаз», «ЮКОС», «Юганскнефтегаз», «Самаранефтегаз», «Пурнефтегаз», «Сиданко», «Носта», «Варьеганефтегаз», «Черногорнефть», Выксунский металлический

---

<sup>53</sup> Речь идет только о дискриминации прав акционеров (инвесторов) в рамках *гражданского/корпоративного* права. *Уголовный* аспект проблемы (физическое воздействие вплоть до убийства, вооруженный захват/оборона компаний, коррупция и использование государственных силовых структур в рамках корпоративного конфликта) остается актуальным, однако авторы не располагают данными для корректного межстранового сравнения.

завод, Магнитогорский металлургический комбинат, Балтийское морское пароходство, Ленинградский металлический завод, Акрон, многие компании связи и электроэнергетики и др.) стали общим сигналом о массовом и хроническом характере проблемы. Генератором дискуссии в значительной мере стали иностранные портфельные инвесторы, еще непривычные к стандартам российской корпоративной культуры. Финансовый кризис 1998 г., вызвав новую волну и новые инструменты перераспределения собственности, лишь усилил остроту дискуссий. Прежде всего это произошло за счет и в ходе усиления имущественных позиций менеджеров и прихода в российские компании новых акционеров, дешево перекупивших пакеты акций в пост-кризисный период.

Если практика корпоративного управления образца второй половины 90-х гг. имеет явно негативный имидж, то в 2000-2001 гг. вопросы эффективного корпоративного управления стали одной из самых модных тем в России, предметом десятков, если не сотен, конференций и семинаров. Крупнейшие корпорации, еще 2-3 года назад фигурировавшие как злостные нарушители прав акционеров, срочно принимают «кодексы корпоративного управления», создают «отделы по работе с акционерами», вводят в советы директоров «независимых директоров», обеспечивают «прозрачность». ФКЦБ России подготовила собственный «кодекс корпоративного поведения», смысл и статус которого при наличии закона «Об акционерных обществах» пока неясен. Несколько частных организаций в 2000-2001 гг. предложили рынку свои конкурирующие «рейтинги корпоративного управления». Чиновники научились оперировать термином, и постепенно превращают его в очередной спасительный фетиш.

Столь повальное увлечение корпоративным управлением имеет несколько причин. Во-первых, у правительства в настоящее время остается весьма ограниченный набор способов демонстрации активности в сфере институциональных реформ. Во-вторых, у западных институциональных инвесторов корпоративное управление – это болезненная идея fix с «диких» 90-х гг., формализованная в рекомендациях международных финансовых организаций. Наконец, у крупнейших российских эмитентов (что главное), завершается консолидация акционерного капитала, финансовые возможности для которой появились после кризиса 1998 года. Кроме того, экспансия и формирование новых интегрированных структур (групп) потребовали дополнительных ресурсов, и формальные стандарты корпоративного управления стали необходимым условием для создания бесконфликтного имиджа программ реорганизации и получения доступа к действительно внешним источникам финансирования за рубежом.

В 2002 году, по данным опроса Ассоциации по защите прав инвесторов, вывод активов и трансфертное ценообразование является наиболее типичным нарушением прав акционеров (39 % опрошенных), затем следуют преднамеренное и фиктивное банкротство (20 %), размывание доли акционера (20 %) и невыплата дивидендов (17 %).<sup>54</sup> Тем не менее такими же рисками инвесторы сталкиваются во многих странах: Индонезии, Корее, Бразилии, Мексике, Аргентине, Турции, Чехии, Индии и других (таблица 3).

**Таблица 3. Основные риски корпоративного управления в России**

Риск	Значимость риска в России в 2002 году («+++» - максим-	Уникальность риска для России	Наличие в других странах с развивающимися рынками
------	--	-------------------------------	---

<sup>54</sup> См.: [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).

	мальный)		
«Размывание» уставного капитала	++	Нет (но более явно и агрессивно до 2001 года)	Корея
«Вывод» активов и трансфертные цены	+++	Нет (но более широко распространено)	Индонезия, Малайзия, Корея, Мексика
Раскрытие информации	++	Да (существенно хуже, чем в других странах)	-
Реорганизация (слияния и поглощения)	+++	Нет (но условия часто произвольны и непрозрачны)	Малайзия, Корея, Индонезия
Банкротство	+++	Нет (но часто используется как способ поглощения или «вывода» активов)	Практически повсюду
Отношение (поведение) менеджеров	++	Нет (но для многих компаний характерно неадекватное представление о корпоративном управлении)	Множество примеров во всех странах
Ограничения на владение акциями и распоряжение правом голоса	+	Нет (ограничения в России относительно редки)	Корея, Мексика, Таиланд
Регистратор	+	Нет (в последние годы случаи редки)	Индия (частично)

Источник: Brunswick Warburg и переоценка автором.

Второй миф, который присутствует во многих оценках, сводится к утверждению об отсутствии в России развитого законодательства о компаниях (корпоративного права). Хотя имеют место многие особенности права в переходной экономике и весомые пробелы (см. п. 3.1), существующее законодательство России в этой области можно оценить как высокоразвитое с точки зрения наличия формальных общепринятых мер по защите прав акционеров (таблица 4). Реальные же проблемы корпоративного управления в России имеет смысл оценивать в иной плоскости (см. п. 3.2.2):

- экономические ограничения и противоречия формирования национальной модели корпоративного управления
- наличие легальных форм нарушения прав акционеров (в рамках закона «Об акционерных обществах» и др. актов), которые возникли и активно используются в связи с несовершенством законодательства и неоднозначным толкованием его норм;
- специфика правоприменения.

**Таблица 4. Сравнительный анализ прав акционеров в различных странах**

Права акционеров	Положительно (+) или отрицательно (-) влияние	Страны «Большой семерки»	15 крупнейших возникающих рынков	Россия
1. Одна акций – один голос	(+)	Нет	Малайзия, Греция, Чили, Южная Корея	Есть
2. Голосование по почте с помощью бюллетеней	(+)	Великобритания, США, Франция, Канада	Аргентина, Южная Корея	Есть

Александр Радыгин, Револьд Энтов •  
**УНИФИКАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА: ОБЩЕМИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ,  
 ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ЕС И ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИИ**

3. Отсутствие блокировки акций перед собранием акционеров	(+)	Япония, Канада, США, Великобритания	Бразилия, Чили, Португалия, Южная Корея, Филиппины, Индонезия, Малайзия, Таиланд, Индия, Турция, Южная Африка	Есть
4. Кумулятивное голосование	(+)	Только США	Таиланд, Аргентина, Филиппины, Тайвань	Есть
5. Право меньшинства акционеров отменить решение менеджмента	(+)	Великобритания, США, Канада, Япония, Германия	Аргентина, Бразилия, Чили, Филиппины, Малайзия, Тайвань, Таиланд, Индия, Южная Африка	Есть
6. Право меньшинства акционеров требовать выкупа акций по справедливой цене в случае крупных сделок, реорганизации или изменения устава	(+)	Великобритания, США, Канада, Япония, Германия	Аргентина, Бразилия, Чили, Филиппины, Малайзия, Тайвань, Таиланд, Индия, Южная Африка	Есть
7. Процент акций для созыва чрезвычайного собрания акционеров	Чем меньше, тем лучше	1 – США 2 – Япония 5 – Канада и Германия 10 – Великобритания и Франция 20 – Италия	1 – Чили 3 – Тайвань 5 – Южная Африка, Греция, Аргентина, Бразилия, Южная Корея, Португалия 10 – Индия, Малайзия, Индонезия, Турция, Филиппины 20 – Таиланд 33 – Мексика	10
8. Обязательные дивиденды	Компенсационные механизмы в странах континентального права (+ для последних)	Нет	Чили – 30 % Греция – 35 % Бразилия – 50 % Филиппины – 50 % Португалия – 50 %	Нет

Источники: ИКПГУ, 2001; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997.

Безусловно, в российском законодательстве о компаниях (точнее, в корпоративном праве) присутствует значительное заимствование англо-американских механизмов защиты прав акционеров. Как будет показано ниже, такая рецепция создала больше проблем, чем позитивных эффектов. В определенном смысле можно говорить даже об абсолютизации такого подхода (как следствие правовой реализации «само-достаточной»/self-enforcement модели) и его искусственном переносе на общую оценку национальной модели корпоративного управления. Однако такое обобщение было бы неверным.

Общие традиции европейского континентального права остаются доминирующими, что обуславливает и близость акционерного права России к стандартам актов ЕС по формальным критериям, отраженным в Регламентах и Директивах Совета ЕС (таблица 5). В равной



степени это касается и стандартов, выработанных различными европейскими ассоциациями, представляющими частный сектор.<sup>55</sup>

**Таблица 5. Наличие и степень разработанности основных норм законодательства о компаниях в праве России и актах ЕС (основа для сравнения – проработанность вопроса в актах ЕС)**

Норма	Россия *	ЕС**
Жесткая и детальная процедура создания АО	Есть (ГК, АО)	Есть (Д 1, Д 2), а также Р. о EEIG 1985 г. и Р. о SE 2001 г.
Жесткая и детальная процедура поддержания размера уставного капитала АО	Есть (АО, РЦБ)	Есть (Д 2)
Регулирование создания филиалов, представительств и иных обособленных подразделений	Есть (ГК, АО)	Минимально (Д 11 в сфере отчетности)
Основные вопросы реорганизации	Есть (ГК, АО), но необходима детализация: форм реорганизации методов защиты прав акционеров и кредиторов	Есть (Д 3, Д 6, проект Д 10 о зарубежных слияниях)
Контроль «экономической концентрации»	Есть (АМР), но неэффективен	«Р. о слияниях» 1989 г.
Возможность общества с одним участником	Есть (АО)	Есть (Д 12) для закрытых/частных компаний
Преимущественное право выкупа акций акционерами	Есть (АО, поправки 2001 г.)	Есть (Д 2)
Выбор между одно- и двух-уровневой системами органов управления	Есть (АО)	Есть как компромисс национальных моделей (проект Д 5, Р. и Д. от 8 октября 2001 г. о SE)
Участие наемных работников в управление	Нет	Есть как компромисс национальных моделей (проект Д 5, Р. и Д. от 8 октября 2001 г. о SE)
Жесткие требования к отчетности и аудиту	Есть (РЦБ, АО и др.), но необходимо: - ввести степень жесткости в зависимости от размера компании; - создать реальные условия перехода к международным стандартам	Есть (Д 1, Д 4, Д 7 о консолидированной отчетности, Д 8 об аудите, Д 11)
Поглощение и защита прав миноритариев	Есть (АО), но необходима детализация	Общие принципы в стадии обсуждения (проект Д 13) в силу конфликта национальных подходов
Группа компаний (предприятий)	Минимально и	Минимально (Д 7 о

<sup>55</sup> См.: EASD, 2000; Euroshareholders, 2000. Подробный сравнительный обзор пан-европейских кодексов корпоративного управления и кодексов стран ЕС см.: Weil, Gotshal and Manges LLP (2002):

	противоречиво о дочерних и зависимых обществах (ГК, АО), «группах лиц» и аффилированных лицах (АМР)	понятии и отчетности, социальные аспекты, проект Д 9 о «поведении групп»)
Банкротство	Есть, но необходима радикальная модификация законодательства	Минимально (К. 1995 г.), в основном регулирование межстрановых коллизий
Инсайдеровские сделки	Минимально, хотя необходим специальный закон	Есть прямой запрет и минимальные стандарты (Д.)
Ликвидация	Есть (ГК, АО)	Нет

\* АО – закон «Об акционерных обществах», ГК – Гражданский кодекс РФ, РЦБ – закон «О рынке ценных бумаг», АМР – закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»; \*\* Д – Директива, Р – Регламент, К – Конвенция.

В том случае, если возникает потребность формального приведения российского акционерного законодательства в соответствие с нормами ЕС, серьезных проблем, вероятно, не предвидится (если абстрагироваться от политической оппозиции в России и ЕС, использующей те или иные формальные предлоги). Это связано не только с состоянием российского законодательства, но и с рядом факторов, имеющих отношение к ЕС.

### *3.2.2. Реальные критерии и рекомендации для России*

#### А) Проблемы России

В целом в России среди ключевых особенностей развития национальной модели корпоративного управления необходимо выделить:

- перманентный процесс перераспределения собственности в корпорациях;
- специфические мотивации многих инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров), связанные с контролем финансовых потоков и «выводом» активов корпорации;
- слабая или нетипичная роль традиционных «внешних» механизмов корпоративного управления (рынок ценных бумаг, банкротства, рынок корпоративного контроля);
- значительная доля государства в акционерном капитале и вытекающие проблемы управления и контроля;
- федеративное устройство и активная роль региональных властей как самостоятельного субъекта корпоративных отношений (причем субъекта, действующего в рамках конфликта интересов - как собственник, как регулятор через административные рычаги воздействия, как коммерческий/хозяйствующий агент);
- неэффективный и/или выборочный (политизированный) государственный инфорсмент (при сравнительно развитом законодательстве в области защиты прав акционеров).

Указанные особенности достаточно подробно анализировались в отечественной литературе.<sup>56</sup> Вместе с тем сам факт обсуждения понятия «корпоративное управление», по крайней мере применительно к крупной публичной корпорации, оправдан лишь в том случае, когда имеют место составляющие его экономическую основу процессы: отделение собственности от управления в корпорации; отделение финансов (определенных источников финансов) от управления в корпорации.

Кроме того, в контексте дискуссии о тяготении к тому или иному типу финансовых систем имеет смысл обсуждать структуру и уровень концентрации акционерного капитала, который обуславливает формы реализации права контроля в корпорации. Вместе с тем существует и точка зрения, что в современных условиях правовой подход (законодательство и инфорсмент) является более плодотворным для понимания корпоративного управления и его реформы, чем условное разграничение банковско- и рыночно-ориентированных финансовых систем.<sup>57</sup> Иными словами, возникает вопрос об обратном воздействии права на развитие экономических предпосылок формирующейся модели корпоративного управления.

Можно выделить следующие принципиальные для перспектив формирования российской модели корпоративного управления процессы<sup>58</sup>:

- латентное состояние процесса разделения собственности и управления (слияние «контролирующих акционеров» и «менеджеров») сохранится в среднесрочном периоде;
- крайне низка вероятность расширения в ближайшие годы внешнего акционерного финансирования как второй принципиальной экономической предпосылки эффективного корпоративного управления;
- финансовая система России в ее современном неопределенном состоянии не позволяет даже предположительно оценивать тяготение российской системы корпоративного управления к каким-либо классическим образцам (прежде всего – к каким-либо иным, кроме самофинансирования, источникам, и, соответственно к типам контроля);
- тем не менее концентрация акционерного капитала является очевидным процессом, в рамках которого происходит не только консолидация контроля, но и реализация экономическими методами «самодостаточной» модели корпоративного управления (предложенной для переходных экономик в середине 90-х гг. в контексте правоприменения);
- правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий;
- методы защиты прав акционеров не смогут получить дальнейшее развитие без адекватных общих мер в сфере инфорсмента;

---

<sup>56</sup> См. работы С.Аукуционека, М.Афанасьева, И.Беликова, Д.Васильева, Т.Долгопятовой, Б.Кузнецова, Р.Капелюшников, А.Клепача, П.Кузнецова, Г.Мальгинова, Я.Миркина, А.Муравьева, А.Радыгина, Ю.Симачева, И.Храбровой, Р.Энтова, А.Яковлева и др.

<sup>57</sup> См.: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 2000.

<sup>58</sup> Подробно см. Радыгин, 2002.

- - методы мониторинга менеджеров останутся неэффективными при отсутствии развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда, банкротств.

Кроме того, к 2002 году с учетом целого ряда эмпирических и правовых данных можно говорить об устойчивом и фундаментальном противоречии формирующейся системы корпоративного управления. Суть его состоит в том, что в сложившейся системе сосуществуют два в принципе противоположных подхода (таблица 6):

- концентрация акционерного капитала, которая предполагает минимум правовых средств защиты акционеров;
- англосаксонская правовая традиция, для которой характерна максимизация средств правовой защиты миноритарных акционеров (не в последнюю очередь связанная с идеологией разработчиков, но принимавшаяся по частям в силу достаточно жесткого сопротивления).

**Таблица 6. Сравнительные характеристики страновых моделей защиты прав инвесторов \***

	(1) Германская и Скандинавская модели	(2) Страны общего права	(3) Страны французской гражданской традиции (наиболее распростр.)	(4) Россия
Формальная концентрация владения акциями у 3 крупнейших акционеров в 10 крупнейших частных компаниях (средний для 49 стран - 46 %)	34 (Германия), 37 (Скандинавия)	В среднем - 43 (США – 20, Великобритания, Австралия – менее 30)	54	По данным 2001-2002 гг., промежуточная между (1) и (2)
Правовые механизмы защиты инвесторов	Средние	Наилучшие	Наименее эффективные	Формально близки к странам общего права
Уровень исполнения законодательства	Наилучший	Сильный	Наихудший	Несопоставим

*Первоначальное сопоставление проводилось для (1), (2) и (3) без учета России и других стран с переходной экономикой. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют крайне отрицательную корреляцию с концентрацией собственности. Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.*

*Источник: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, pp. 32-35, 40-43; для России - оценки авторов.*

Их сочетание привело к уникальной ситуации взаимной нейтрализации:

- с одной стороны, концентрация акционерного капитала и постепенное «вымывание» мелких акционеров в принципе снижает значимость широкого правового инструментария защиты миноритариев с точки зрения корпоративного сектора в целом, а сами инструменты защиты мелких акционеров трансформируются в инструменты корпоративного шантажа;

- с другой стороны, создание развернутой системы правовых средств защиты акционеров, в свою очередь, сдерживает дальнейший процесс концентрации акционерного капитала (как фактор обратного влияния права на экономические процессы).

При этом следует учесть, что защита своих интересов через дальнейшую концентрацию – это прерогатива крупных акционеров, их реакция не на отсутствие правовых средств защиты, а прежде всего на заказное правоприменение. Этот процесс не имеет прямой связи с проблемами миноритарных акционеров, которые не располагают ни возможностями к консолидации, ни самостоятельными судебными возможностями.

По данным различных опросов доля крупнейшего акционера в российских компаниях незначительно изменилась в 1999-2001 гг., составляя около 30-35 %, а доля 3 крупнейших – порядка 40-45 %. Возможно предположить, что средний уровень концентрации достиг своего формального порога – в рамках действующего корпоративного права (с поправкой на антимонопольное регулирование и формальные требования к поглощениям).<sup>59</sup>

В более оптимистичной интерпретации можно говорить о том, что к 2002 году достигнут некий «модельный» баланс между уровнем концентрации (с поправкой на аффилированные отношения и альянсы) и определенным набором мер защиты мелких акционеров. Элемент оптимизма состоит в том, что произошла определенная стабилизация системы. Проблема же заключается в начавшемся ее воспроизводстве в силу описанной выше взаимной нейтрализации ключевых компонентов.

Парадоксально, но в силу данного противоречия Россия в рамках дискуссии о конвергенции европейской континентальной и англо-американской корпоративной моделей находится в благоприятной ситуации.

В этой связи важным является вопрос о наличии экономических и институциональных предпосылок тяготения к той или иной классической модели корпоративного управления.

Модель с доминированием интересов мелких акционеров (или резкий акцент в законодательстве на абсолютную защиту мелких акционеров), видимо, не столько невозможна, сколько несостоятельна на практике. Реализация такой модели, основанной в значительной степени на англосаксонской практике, прецедентном праве и идеях самодостаточности корпоративного права для России (середина 90-х гг.), потребует серьезной экономической ломки сложившихся отношений (хотя нельзя согласиться и с тем, что эти отношения благотворны). Резкий акцент в пользу интересов миноритарных акционеров нарушает баланс интересов всех остальных субъектов корпоративных отношений, которые в равной степени имеют право на защиту с точки зрения общего принципа защиты прав собственности. Роль мелких акционеров, тем не менее, принципиально важна для обеспечения прозрачности компаний.

Заметим также, что недостаточная правовая защита (мелких) акционеров и сравнительно низкий уровень развития рынка ценных бумаг объединены между собой, по-видимому, как прямыми, так и обратными связями: так неликвидность многих акций на менее развитых рынках делает их владельцев по существу еще менее защищенными, а это, в свою очередь, способствует концентрации акционерной собственности и уменьшению рыночной мобильности акций.

---

<sup>59</sup> В США для 1984-1990 гг. доля крупнейшего акционера компании с разными типами обыкновенных акций составляла 32 %. (Zingales, 1995). Доля 3 крупнейших акционеров в 10 крупнейших компаниях 49 стран составляла в среднем 46 % (La Porta et al., 1997.).

Более того, возможно также утверждать, что в России (несмотря на описанную выше противоречивость подходов) имеет место объективное (по своим экономическим основам) тяготение к европейской правовой модели законодательства о компаниях. В основе такого вывода лежит сходность ключевых проблем, стоящих перед Россией и континентальными странами ЕС.

Как отмечает К.Хопт, первичный конфликт в терминах «принципал-агент» в европейском законодательстве о компаниях – это не конфликт между акционерами и советом директоров (который в силу американской традиции с 30-х гг. чаще всего и обсуждается в современной экономической теории<sup>60</sup>), но конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами (Норт, 2000). Данная ситуация имеет в своей основе отличия континентальной Европы от США и Великобритании в области акционерной собственности и структуры контроля, которые и позволяют выделить два разных типа систем корпоративного управления – системы инсайдеров и аутсайдеров. В США и Великобритании ни частные акционеры, ни институты не имеют значительной доли акций в компаниях. На континенте акционерные владения высоко концентрированы в руках семей, других компаний или универсальных банков (феномен «групп»). Частыми являются взаимные (reciprocal) и перекрестные (cross) владения. В таких компаниях Советы директоров часто являются лишь куклами в руках контролирующего акционера или «родительской» компании. Европейское законодательство о компаниях отвечает (если вообще делает это) на это явление различными мерами защиты прав миноритариев.

Для России со всей очевидностью характерна ситуация, типичная для континентальной «инсайдерской» модели с марионеточными Советами директоров. Тем не менее принципиальным отличием является состояние дел в области исполнения законодательства (enforcement). Хотя, как отмечалось выше, и среди стран Запада имеются весомые различия (таблица 6), реформа в данной сфере в России является наиболее актуальной (см. также Радыгин, Энтов, 2002б);.

В долгосрочном плане следует учитывать общемировую тенденцию к сближению моделей корпоративного управления (взаимное заимствование различных компонентов и механизмов, т.е. не столько односторонняя рецепция, но конвергенция). В определенном смысле это подтверждает точку зрения, что само по себе правовое оформление модели корпоративного управления (правовой инструментарий) вторично, и лишь основано на реальных экономических процессах, в том числе глобализационных.

В целом же, безусловно, в перспективе необходимо двигаться в направлении некой смешанной модели, которая с одной стороны будет учитывать описанные экономические принципы и тенденции, но вместе с тем предполагать баланс интересов всех акционеров и, более широко, со-участников (“stakeholders”).

---

<sup>60</sup> В частности, акцент делается на то, как законодательство о компаниях может принудить совет директоров в большей степени отвечать интересам акционеров. Обычно такие реформы не учитывают фундаментальную структуру Совета (т.е. одно- или двухуровневую), а вместо этого фокусируются на таких вопросах, как размер Совета, независимые директора, конфликт интересов, комитеты Совета, частота и эффективность заседаний, вознаграждения членов Совета и др. Ключевой проблемой является поиск разумного баланса между, с одной стороны, делегированием директорам права принятия бизнес-решений и, с другой стороны, контролем за ними посредством структурных и иных правовых норм и установления определенного уровня ответственности. Лишь сравнительно недавно началась дискуссия о сравнительных издержках и преимуществах одно- и двухуровневой систем Совета, влиянии, информированности и независимости членов Совета.

Другие аспекты внутреннего контроля (сотрудничество с работниками и роль банков) также рассматриваются достаточно односторонне в зависимости от «страновой» принадлежности авторов. Аргументы за и против чаще всего неубедительны (см. также Норт et al, 1998).

В прикладном плане это означает - в данный момент времени - нецелесообразность (невозможность) такого правового оформления «национальной модели» корпоративного управления, которое бы соответствовало тому или иному классическому образцу (которые сами становятся все более размытыми). Фундаментальная задача с точки зрения государства – это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов, прав акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений.<sup>61</sup> Именно в данном контексте корпоративное управление должно рассматриваться как важнейшее институциональное условие экономического роста.

При этом тенденции борьбы за контроль и перераспределения собственности (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохраняются в ближайшие годы. Соответственно, приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля такого перераспределения.

При этом все вышесказанное об экономических ограничениях позволяет говорить о необходимости относительно длительного переходного периода для соответствия по крайней мере европейским формальным нормам законодательства о компаниях и прикладным стандартам корпоративного управления.

#### Б) Проблемы ЕС и рекомендации для России

Во-первых, как свидетельствует исторический опыт ЕС (применительно к становлению наднациональных норм акционерного права), наиболее быстрыми темпами унификация в данной сфере происходила в 60-70-е гг., тогда как в 80-е гг. отмечено явное замедление процесса (см. Асосков, 1998). В 60-70-е гг. унификации подверглись прежде всего те нормы, которые и так уже получили близкое правовое регулирование на национальном уровне (участие АО в имущественном обороте, гарантии акционеров и кредиторов и др.). Последнее обстоятельство позволило принять Директивы (Первая и Вторая) сравнительно жесткого содержания. Эти вопросы в значительной степени урегулированы и в России.

В 80-е гг. органы ЕС предприняли попытку унифицировать сферу внутренних отношений в АО (прежде всего структура органов управления и участие наемных работников), т.е. области, где национальные различия существенны. Проблема унификации в значительной степени перешла в политическую плоскость. Соответственно, заметно изменился и характер Директив ЕС, которые стали предусматривать возможность выбора из нескольких вариантов (по сути фиксируя разнообразие национальных подходов). Наиболее явно эта проблема прослеживается в 30-летней дискуссии о «европейской компании», завершившейся в 2001 году принятием многовариантных документов. Адаптация к стандартам модели «европейской компании» не создает особых трудностей для корпоративного права России.

Во-вторых, целый ряд принципиальных вопросов регулирования компаний изначально остается за пределами регулирования ЕС (органы управления, ликвидация компаний). Некоторые вопросы (например, группы компаний) имеют различную степень урегулированности в разных странах ЕС. В целом различия в правовых подходах к регулированию компаний в разных странах ЕС остаются существенными, хотя для унификации сделано немало.

В-третьих, так сложилось исторически, что правоохранные и судебные системы государств ЕС очень сильно отличаются друг от друга (см. Потемкина, 2001). Соответственно, одно из важных направлений, обозначенных в Амстердамском договоре, –

---

<sup>61</sup> См. также: Радыгин, Энтов, 2001.

определить рамки функционирования “европейского правового пространства”, имея в виду эффективное выполнение конвенций, касающихся гражданских и уголовных дел, равные возможности для обращения в суд, быстрое и четкое осуществление судебных процедур. Внеочередной саммит ЕС в Тампере (15–16 октября 1999 г.) в очередной раз подтвердил, что наличие 15 разных национальных систем правосудия тормозит развитие внутреннего рынка, ограничивает свободу передвижения граждан ЕС, в том числе их возможности заниматься профессиональной деятельностью. Именно поэтому для осуществления идеи “европейского пространства свободы, безопасности и правовой защиты” Амстердамским договором предусматривается усиление сотрудничества государств-членов ЕС в сфере “третьей опоры”, а также частичная ее “коммунитаризация”, то есть вынесение ряда положений внутренних дел и правосудия на наднациональный уровень.

В-четвертых, общий подход к стратегии унификации законодательства о компаниях в рамках ЕС остается дискуссионным. В частности, существует точка зрения, согласно которой не требуется унификация всех областей законодательства о компаниях. По мнению некоторых исследователей (см. Harm-Jan de Kluyver, 1996, p. 86), достаточно ограничиться процессом гармонизации в области защиты прав акционеров и «со-участников» (stakeholders) в целом, что изначально зафиксировано в Римском договоре.

Актуальными остаются и упомянутые выше дискуссии в ЕС:

- о «корпорации XXI века» и ее стандартах,
- целесообразности ориентации на англо-американскую модель,
- роли частных и институциональных инвесторов,
- роли аутсайдеров в рамках группы компаний,
- приемлемости для ЕС тех или иных внутренних (совет директоров, участие наемных работников, роль банков) и внешних (рынок капиталов, поглощения, аудит, раскрытие информации) механизмов корпоративного управления,
- роли и эффективности государственных регуляторов и системы саморегулирования,
- роли тяжбы (Litigation) и судов в исполнении законодательства о компаниях,
- соотношении конвергенции и гармонизации законодательства о компаниях,
- приоритетах реформы законодательства о компаниях на уровне ЕС.

Как уже отмечалось выше, существующие проблемы и стремление органов ЕС продолжить процесс унификации, обусловили формирование в 2001 году Группы экспертов высокого уровня по законодательству о компаниях (High Level Group of Company Law Experts). Член Комиссии ЕС Frits Volkestein сформулировал ее задачи следующим образом: «Группа была создана потому, что Комиссия хочет получить высококачественные независимые рекомендации от ведущих европейских экспертов прежде всего по пан-Европейским правилам для поглощений и, впоследствии, по ключевым приоритетам модернизации законодательства о компаниях в ЕС. Ясный набор пан-Европейских правил по осуществлению поглощений должен принести пользу европейским компаниям и акционерам, особенно миноритарным, посредством прояснения их прав и обязанностей. Это должно также облегчить достижение цели, поставленной Лиссабонским саммитом:



реструктурирование европейской экономики для того, чтобы она стала наиболее конкурентоспособной к 2010 году». <sup>62</sup>

Проблема поглощений рассматривалась выше. В отношении модернизации законодательства о компаниях (вторая стадия работы Группы) наиболее общей задачей является выработка такого рамочного законодательства о компаниях ЕС, которое было бы одновременно достаточно гибким, отвечающим современным нуждам компаний и учитывающим влияние информационных технологий. В частности, предусматривается изучение следующих вопросов:

- создание и функционирование компаний и групп компаний, кооперативов и совместных предприятий (mutual enterprises), включая вопросы корпоративного управления;
- права акционеров, включая голосование в других странах (cross-border voting) и «виртуальные» общие собрания акционеров;
- корпоративное реструктурирование и мобильность (прежде всего, перевод официального местоположения компания);
- потенциальная потребность в новых правовых формах компаний (прежде всего, закрытая Европейская Компания (European Private Company), имеющая особое значение для мелких и средних предприятий ЕС);
- возможное упрощение корпоративных правил в свете доклада о Второй Директиве от 13 декабря 1976 года (SLIM report) касательно создания и поддержания капитала публичных компаний.

Если обратиться к актуальным задачам реформы законодательства о компаниях, которые стоят на повестке дня России, то здесь также существует много общего с текущими задачами соответствующей реформы в ЕС.

Среди наиболее приоритетных прикладных задач для России целесообразно выделить такие области, как слияния и поглощения, контроль крупных сделок, аффилированные структуры, бенефициарные владения и ответственность собственников, коллизия “доверительное управление – траст”, группы компаний, банкротства, сохраняющиеся объемы участия государства в корпорациях. Очевидно, что движение вперед окажется бессмысленной затеей при отсутствии эффективной инфраструктуры и политической воли исполнения законодательства (инфорсмент).

Очевидно, что даже при позитивном решении вопроса о вступлении России в ЕС потребуются заметный переходный период - для адаптации и гармонизации правовых норм и стандартов. Тем не менее вне зависимости от вопроса о вступлении России в ЕС уже в настоящее время целесообразно обсуждение ряда позитивных новаций (на уровне рецепции), так или иначе присутствующих в актах ЕС. Приведем лишь некоторые:

- утверждение новых норм законодательства о компаниях публично всеми сторонами (исходя из процедуры, принятой для разработки Директив);
- зависимость уровня раскрытия информации (прозрачности) от экономических условий: размер компании, организационно-правовая форма компании, концентрация владения (Четвертая и другие Директивы);

---

<sup>62</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company)

- защита прав кредиторов и требование независимой оценки при слиянии и разделении компаний (Третья и Шестая директивы)<sup>63</sup>;
- регулирование прав работников компании при реорганизации (Директива 77/197);
- разработка условий, при которых компании с дочерними обществами должны составлять консолидированную отчетность (Седьмая директива), хотя трудности очевидны (Директива не реализована даже во всех странах ЕС);
- прозрачные и понятные требования к физическим и юридическим лицам, которые осуществляют функции аудита (Восьмая директива), хотя очевидны проблемы эффективного аудита при слиянии собственности и управления (Россия) или «марионеточном» Совете директоров (некоторые страны ЕС);
- стимулирование функционирования компаний с ограниченной ответственностью, включающих одного акционера (Двенадцатая директива), что особенно важно в условиях России с учетом тенденции к закрытости компаний и проблемы ответственности владельцев;
- использование предложений проекта Пятой директивы в области сотрудничества с наемными работниками как рекомендательных для компаний, хотя по данному вопросу более приемлема позиция стран со слабыми традициями сотрудничества (в частности, подход Великобритании: такие положения неуместны в рамках корпоративного права)<sup>64</sup>;
- предложения Группы экспертов высокого уровня 2001 года о регулировании поглощений (см. также Радыгин, Энтов, 2002а);
- прозрачность судопроизводства на уровне ЕС и контроль Евросуда за реализацией требований Директив и других актов ЕС (см. также таблицу 7).

Хотя существуют иные точки зрения, представляется, что опыт унификации ЕС для отношений центра и регионов в рамках России минимален. Что касается опыта ЕС для гармонизации законодательства государств СНГ, то это, видимо, отдаленная перспектива, отягощенная политическими проблемами. Тем не менее акционерное право, регулирующее наиболее распространенную организационно-правовую форму, может стать одним из первых вопросов для гармонизации в области хозяйственного законодательства государств СНГ.

**Таблица 7. Основные направления улучшений в сфере корпоративного управления**<sup>65</sup>

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
Гарантии регистрации прав собственности инвестора в реестре	Закон «О рынке ценных бумаг», акты ФКЦБ РФ	разработка стандартных условий контрактов с реестродержателями выбор реестродержателя и условий контракта с ним должны

<sup>63</sup> В настоящее время в Государственной Думе и Правительстве РФ рассматривается проект федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций». С точки зрения разработчиков, проект направлен на достижение 2 основных задач – прозрачность и дешевизна процесса, а также баланс интересов собственников и кредиторов. По аналогии с требованиями Третьей и Шестой директив Совета ЕС, при реорганизации необходимы «обоснование» и «оценка» для всех компаний. Предполагается, что требование обоснования направлено на защиту мелкого акционера, а от оценки может быть добровольный отказ. С учетом известных проблем корпоративного шантажа не исключено, тем не менее, что круг обязательных случаев может быть сужен.

<sup>64</sup> Более подробно см.: Каргалова, 2001.

<sup>65</sup> Использованы также материалы: ИКПУ, 2001; ОЭСР, 2002; Радыгин, Энтов, Турунцева и др., 2002.

компания		утверждаться годовым собранием акционеров ответственность реестродержателей за нарушение правил в случаях мошенничества или манипулирования реестром со стороны владельцев реестра (реестродержателей или эмитентов)
“Размывание” долей путем выпуска акций	Закон “Об акционерных обществах”, Закон “О защите прав и законных интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	регулирование процедуры выпуска облигаций, конвертируемых в акции детализация регулирования дробных акций, особенно в случаях преимущественного выкупа акций и по вопросам голосования на собрании акционеров
Нарушение процедур проведения собрания акционеров	Закон “Об акционерных обществах”	- законодательное урегулирование неясных вопросов (например, рассылка бюллетеней для голосования таким образом, чтобы они были получены уже после собрания акционеров, должна однозначно трактоваться как существенное нарушение прав, позволяющее затем (через суд) уйти из АО, получив компенсацию) - устранение противоречивости сроков осуществления различных процедур при подготовке и проведении собрания - систематические проверки соблюдения процедур извещения о проведении общих собраний и опубликования их решений (с учетом уточнения сроков и процедур в результате принятия поправок 2001 г.)
Передача права голоса руководству компании в случаях АДР или ГДР	Акты ФКЦБ РФ	вето на выпуск АДР и ГДР, если он предусматривает передачу права голоса руководству компании
Нарушения при реорганизации и консолидации компаний	Закон “Об акционерных обществах”	- расширение способов реорганизации с соответствующими поправками в ГК РФ, закон “Об акционерных обществах” и др. - помимо реализованного требования о сохранении структуры собственности при реорганизации, необходимость системы мер по защите интересов кредиторов - введение требования о привлечении независимого оценщика - улучшение раскрытия информации
Нарушения требований раскрытия информации	Закон “Об акционерных обществах”, закон “О рынке ценных бумаг”, закон “О защите прав и законных	совершенствование законодательства по раскрытию информации возврат к прежней норме о предоставлении информации

	интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	акционерам, имеющим свыше 10 % акций ( в новой версии закона об АО – 25 %) запрет практики асимметричного предоставления информации некоторым привилегированным сторонам и использования в корыстных целях существенно важной и закрытой информацией. - введение международных стандартов бухгалтерского учета - введение уголовной ответственности за нераскрытие информации
Непрозрачная структура собственности и контроля (раскрытие структуры собственности и контроля необходимо для решения проблем возможных злоупотреблений, связанных со сделками с заинтересованными лицами, включая использование оффшорных и трастовых структур, контролируемых менеджментом или контролирующими акционерами.	Значительное число актов, часто содержащих противоречивые требования (Некоторые акты исходят их процентной доли участия в разрешенном к выпуску капитале, другие учитывают процент голосов. В некоторых правовых актах учитывается также непрямой контроль через номинальных владельцев. Наконец, в соответствии с действующими правилами, нет обязательного требования раскрывать даже официальные соглашения между акционерами).	- последовательность и непротиворечивость правовой базы установление процедур и разделения ответственности между всеми сторонами (акционерами, эмитентами, реестродержателями, доверительными управляющими и ФКЦБ); - фиксация в законодательстве нормы о том, что предоставление информации об изменениях в собственности компании фондовой бирже и в целом общественности является ответственностью акционеров, как отечественных, так и иностранцев; - правовые нормы, касающиеся раскрытия информации, должны однозначно рассмотреть случаи согласованных действий сторон и случаи с участием сторон, находящихся «де-факто» или «де- юре» под контролем других заинтересованных лиц. Санкции за нераскрытие должны быть предусмотрены и за такие случаи. - акционеры ОАО сами обязаны информировать эмитента, фондовой рынок и СМИ о своей собственности в той степени, которая предусматривается законом. Эта обязанность по раскрытию собственного участия в собственности должна распространяется и на собственность, зарегистрированную через номинальных владельцев. Финансовые институты, получившие право на ведение таких счетов номинальных владельцев, и реестродержатели должны также нести ответственность за

		<p>несоблюдение требований по раскрытию информации.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Законом должны быть также предусмотрены адекватные и понятные уголовные и гражданские санкции за непредоставление сведений о значительных изменениях в собственности. Эти санкции должны распространяться на акционеров, эмитентов, реестродержателей и на организации ответственного хранения.</li> </ul>
“Вывод” активов	Закон “Об акционерных обществах”, Уголовный кодекс РФ (ст.ст. 165, 201, 204)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- реформа трудового законодательства (упрощение процедуры увольнения генерального директора)</li> <li>- совершенствование форм финансовой отчетности</li> <li>- усиление и уточнение требований к порядку совершения крупных сделок и сделок заинтересованных лиц</li> <li>- квалификация сделок с аффилированными лицами, расширение понятия «аффилированное лицо»,</li> <li>- разработка понятия “группы юридически независимых, но экономически связанных лиц”</li> </ul>
Трансфертное ценообразование	Закон “Об акционерных обществах”, Уголовный кодекс РФ (ст.ст. 165, 201, 204)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- совершенствование налогового законодательства и его правоприменения</li> <li>- совершенствование форм финансовой отчетности</li> </ul>
Умышленное (фиктивное) банкротство с последующей скупкой активов	Закон “О несостоятельности (банкротстве)”, Уголовный кодекс РФ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение мер ответственности арбитражных управляющих за действия (осуществление сделок с активами) в интересах части кредиторов</li> <li>- разработка законодательства о дисквалификации руководителя, действия которого нанесли ущерб возглавляемой им организации и ее кредиторам</li> <li>- принятие дополнительных мер (критериев вхождения в процедуры банкротства) для предупреждения недобросовестного передела собственности и возбуждения дел в отношении фактически платежеспособных предприятий;</li> <li>- расширение практики отказа судебных инстанций от использования процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга (как</li> </ul>

Александр Радыгин, Революд Энтов •  
**УНИФИКАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА: ОБЩЕМИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ,  
 ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ЕС И ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИИ**

		<p>злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 ГК РФ)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- уточнение роли государственных органов (как кредиторов и как представителей интересов государства) и процедур их участия в процессе банкротства</li> </ul>
<p>Враждебное поглощение с использованием административных и силовых инструментов давления</p>	<p>В отношении прав миноритариев – закон «Об акционерных обществах», в отношении экономической концентрации – антимонопольное законодательство</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- детальное регулирование оферты, справедливой цены и процедуры публичного предложения;</li> <li>- весь спектр мер институциональной реформы</li> </ul>
<p>Необоснованные иски (шантаж) эмитента (крупного акционера)</p>	<p>Только судебная практика</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение процедуры альтернативного разрешения споров – проведение административных или арбитражных слушаний государственным регулятивным органом,</li> <li>- развитие системы третейских судов в рамках СРО</li> <li>- разработка положений, призванных защитить совет директоров (руководство) компании от злоупотреблений мелких акционеров посредством (а) проверки обоснованности жалоб, (б) использования т.н. «безопасных гаваней» (такие средства правовой защиты, как правило «делового усмотрения» или отказ от необоснованных требований в раскрытии информации), (в) решения проблемы судебных исков со стороны акционера-«владельца 1 акции» (введение квот или разработка требований по групповым искам)</li> </ul>
<p>Информсмент (в том числе проблема обеспечения акционеру возможности обращаться в суд)</p>	<p>Комплекс правовых и процессуальных норм</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- постоянное формирование судебных прецедентов (например, согласно закону «Об акционерных обществах», акционер имеет право право на взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей. Описать такие убытки в законодательстве фактически невозможно, поэтому важны конкретные судебные решения)</li> <li>- судебная реформа в целом</li> <li>комплекс антикоррупционных мер</li> <li>- улучшение подготовки в области коммерческого права, в особенности законодательства о компаниях, закона о ценных бумагах и закона о банкротстве;</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- обучение судей основополагающим концепциям делового оборота, так как отсутствие прежнего опыта в деловой практике подчас ведет к чрезмерно буквальному применению законов;</li> <li>- исследование возможности более глубокой специализации судей в области коммерческого права (создание специализированного подразделения арбитражных судов, занимающихся корпоративными исками и исками по ценным бумагам).</li> <li>- открытая публикация и распространение письменных заключений судов и судебных решений в целях повышения ответственности правовой системы;</li> <li>- развитие механизмов частного разрешения споров и профессионального независимого третейского разбирательства (система внесудебного разрешения споров -, административные слушания или независимое третейское разбирательство).</li> </ul>
Срок давности по приватизационным сделкам	Гражданский кодекс РФ установил срок давности 10 лет	Снижение до 3 лет

## **Источники**

Акционерное общество и товарищество с ограниченной ответственностью. Сборник зарубежного законодательства. Отв. ред. В.А.Туманов. М., БЕК, 1995.

Аннерс Э. (1996): История европейского права. (Предисловие Института Европы – академик Журкин В.В.) - М.: Наука, 1996

Асосков А. (1998): Акционерное законодательство Европейского союза. – В: Право и экономика. М., 1998, № 4, с. 99-104

Беленькая О. (2001): Анализ корпоративных слияний и поглощений. – В: Управление компанией, 2001, № 2 и [http://www.e-executive.ru/publications/aspects/article\\_927/](http://www.e-executive.ru/publications/aspects/article_927/)

Богатых Е. (1996): “Гражданское и торговое право. От древнего римского к современному российскому”. М.: ИНФРА-М.

Борко Ю.А. (2001): Отношения России с Европейским Союзом и их перспективы, ДИЕ РАН, N73, М.

Борко Ю.А.(отв.ред.), Каргалова М.В., Юмашев Ю.М. (1995): Конкурентная политика ЕЭС в едином рынке. (Сер.: Европейский Союз: прошлое, настоящее, будущее/Ассоциация европейских исследований, Институт Европы РАН). М., 1995.

БЭА (2001): Алимова Т.А., Беван А., Кузнецов Б.В. и др., Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. Москва: БЭА, 2001

Варламова А.Н. (2000): Правовое регулирование конкуренции в России. М., ЮрИнфоР, 2000.

Васильев Е.А., ред. (1993): “Гражданское и торговое право капиталистических государств”. М.: Международные отношения.

Владимирова И. (1999): Слияния и поглощения компаний. – В: Менеджмент в России и за рубежом, 1999, № 1.

Глинкина С.П., отв. ред. (2002): Центрально-Восточная Европа во второй половине XX века. Том III. Трансформация 90-х гг. М., Наука, 2002

Глотова С.В. Прямая применимость (эффект) директив Европейских сообществ во внутреннем праве государств-членов ЕС. –В: Московский журнал международного права (Moscow j. of intern. Law), М., 1999, N 3, с.175-188

Горский В.А.(1998): "Пути интеграции России в европейскую экономическую структуру". - Конференция «40 лет Римским договорам: Европейская интеграция и Россия». Сервер Центра европейской документации в С.-Петербурге

Грэй Ч.В., Р.Дж. Хэнсон (1994): Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран. - В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.

Долгопятова Т.Г., ред. (2002): Российская промышленность: институциональное развитие. М., ГУ-ВШЭ, 2002

Журкин В.В., Кудров В.М., отв.ред. (1996): Европа и Россия: Опыт экономических преобразований (Авт.коллектив: Шенаев В.Н., Володин Л.Н., Шмелев Н.П., Попов В.В., Машлыкин В.Г., Пичугин Б.М., Борко Ю.А.). - М.: Наука, 1996



- Зеккер Ф.Ю. (2001): Основы единообразного толкования права Европейского Союза. – В: Проблемы гражданского и предпринимательского права Германии. М., БЕК, 2001, с. 28-31
- ИКПУ (2001): Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? Институт корпоративного права и управления, 2001
- Каргалова М.В. (2001): Социальная интеграция начинается с предприятия (международная научно-практическая конференция). – В: Современная Европа, 2001, № 1
- Кашанина Т.В. (1995): “Хозяйственные товарищества и общества: правовое регулирование внутрифирменной деятельности”. М.: ИНФРА-М.
- Кобяков А. (1997): Капитализм в стиле вестерн. – Эксперт, 1997, № 49, с.78-79
- Коммерсантъ (2000): Реструктуризация компаний, альянсы, слияния, поглощения. Материалы конференции. М., октябрь 2000
- Коммерсантъ (2001): Успешная реструктуризация предприятий. Проблемы и практика решений. М., октябрь 2001
- Кузнецов В. (1994): “К теории переходной экономики”. - В: МЭиМО, № 12, с. 5-14
- Кулагин М.И. (1992): “Предпринимательство и право: опыт Запада”. М.: Дело.
- Кулагин М.И. (1997): Избранные труды. М., Статут, 1997
- Леонов Р. (2000): «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики. – В: Рынок ценных бумаг, 2000, № 24, с. 35-39
- Лешуков И.Е. (отв. ред.) и др. (1998): Сорок лет Римским договорам: Европейская интеграция и Россия. Материалы междунар. науч. конф., 6-7 июня 1997 г. в Санкт-Петербурге. Спб.: Петрополис, 1998.
- Мау В. (2002): Экономико-политические итоги 2001 года и перспективы экономического роста. – В: Вопросы экономики, 2002, № 1, с. 4-22
- Мейер К. (1996): “Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода”. - В: Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. М., с. 23-57.
- Никеров Г.И. (1999а): Законодательство США, ЕС и России об антиконкурентных соглашениях. – В: США – Канада: Экономика. Политика. Культура, М., 1999, N 12, с.91-103
- Никеров Г.И. (1999б): Монополизация рынка по законодательству США, ЕС и России. – В: США – Канада: Экономика. Политика. Культура, М., 1999, N 6, с.83-90
- ОЭСР (1999): Принципы корпоративного управления ОЭСР.
- ОЭСР (2002): Белая книга по вопросам корпоративного управления в России. Париж, 2002
- Потемкина О. (2001): Становление обновленной Европы (Европейское пространство свободы, безопасности и правопорядка – новый проект ЕС).- В: Современная Европа, 2001, № 3
- Пучинский В.К., Безбах В.В., Ермакова Е.П. и др. (1999): Право Европейского Союза: правовое регулирование торгового оборота. Под ред. Безбаха В.В. и др. Рос. ун-т дружбы народов. Юрид. фак. – М.: Зерцало, 1999.
- Радыгин А. (2001) Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе: некоторые новые тенденции. – Вопросы экономики, 2001, № 5, с.26-45

- Радыгин А. (2002): Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы. - Вопросы экономики, 2002, № 1, с. 101-124
- Радыгин А., И.Сидоров (2000): Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? – В: Вопросы экономики, 2000, № 5, с. 45-61
- Радыгин А., Сидоров И. (2000): Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? – В: Вопросы экономики, 2000, № 5, с.45-61
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (1999): Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (2001): Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М., ИЭПП, 2001
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (2002а): Слияния и поглощения в корпоративном секторе. М., ИЭПП, 2002
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (2002б): Защита прав акционеров: теория и практика правоприменения. М., ИЭПП, 2002
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Турунцева М.Ю и др. (2002): Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М., ИЭПП, 2002.
- Рудык Н. (2001): Защита от жесткого поглощения. - <http://www.bcorporation.ru/Finance/002.htm#5>
- Рудык Н.Б., Е.В.Семенкова (2000): Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М., Финансы и статистика, 2000.
- Саркисянц А. (1998): Слияние, банкротство и фондовый рынок. – В: Деловой экспресс, 1998, № 13, 7 апреля, с. 7
- Фонтен П. (1994): Десять уроков Европы. (Сер.: Европейский Союз: прошлое, настоящее, будущее/Ассоциация европейских исследований, Институт Европы РАН). М.,1994
- Хессель М. (1996): “Введение. Совет директоров корпорации: контроль через представительство” - В: Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. М., с. 7-22, 58-104.
- Храброва И.А. (2000): Корпоративное управление: вопросы интеграции. М., АЛЬПИНА, 2000
- Чарльзворт Дж. (1958): “Основы законодательства о компаниях”. М.
- Шеленкова Н. (1998): Новое регулирование takeovers в европейском праве. – В: Рынок ценных бумаг, 1998, № 14, с.49-51
- Шерман Х.Д., Б.А.Бэбкок, Дж. Мазулло (1994): “Три модели корпоративных отношений”. - В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.2.
- Шмелев Н.П., отв. Ред. (2002): Европа: вчера, сегодня, завтра. Монография коллектива ведущих ученых Института Европы РАН. М., Экономика
- Энтин Л.М., ред. (2001): Европейское право. М., НОРМА, 2001
- Юданов Ю. (2001): Европейские корпорации в условиях глобализации. – В: Мировая экономика и международные отношения, 2001, № 11, с. 66-74

Юмашев Н.А. (1992): Основные тенденции развития акционерных прав в Европейском Союзе. – В: Государство и право, 1992, № 6

Andersen (1990): European Economic Interest Groupings. Butterworth

Berglöf E. (1990): “Corporate Control and Capital Structure. Essays on Property Rights and financial Contracts”. Stockholm School of Economics.

Berglöf E., E.-L. von Thadden (1999): The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. June 1999

Bermann G.A., R.J.Goebel, W.J.Davey, E.M.Fox, eds. (1997): European Community Law Selected Documents (Including European Union Materials) 1998 Ed.St.Paul, Minn.

Blum F., A.Longue (1998): State Monopolies under EC Law. Chichester

Board Directors and Corporate Governance: Trends in the G7 Countries over the Next Ten Years. Oxford, 1992.

Bohm A., ed. (1997): “Economic Transition Report 1996”.- Ljubljana: CEEP.

Boulouis J. (1997): Droit institutionnel de l’Union europeenne. Paris

Brittan L. (1991): Competition Policy and Merger Control in the Single European Market. Cambridge

Buxbaum, Hopt (1988): Legal Harmonisation and the Business Enterprise. Walter de Gruyter

Chalmers D. (1998): European Union Law. Vol. 1. Law and EU Government. Dartmouth

Chalmers D., E.Szysczak (1998): European Union Law. Vol.2. Towards a European Policy? Dartmouth

Charkham J. (1994): “Keeping Good Company”. Oxford, Clarendon Press.

Charkham J., Simpson A. (1999): Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility, Oxford Univ Press, 1999

Coffee J.C. (1988): “Shareholders Versus Managers”. Oxford University Press.

Cook C.J., C.S.Kerse (1996): EC Merger Control. Competition Law in Practice. London

De Vroey M. (1973): “Propriete et pouvoir dans les grandes entreprises”. Bruxelles, CRISP.

Dine J. (1998): Company law. 3d edition. Macmillan

Dorresteijn F., I.Kuiper, G.Morse (1994): European Corporate Law. Boston

EASD (2000): Corporate Governance Principles and Recommendations. European Association of Securities Dealers, May 2000

EBRD (1997): Transition Report 1997. Enterprise Performance and growth. London.

EBRD (1998): Transition Report 1998. Financial Sector in Transition. London.

EBRD (1999): Transition Report 1999. Ten Years of Transition. London.

ECGN (1998): Corporate Governance and Disclosure in a Transatlantic Perspective. Draft report. Centre for Economic Policy Research and European Corporate Governance Network, Brussels.

Euroshareholders (2000): Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group. Brussels, February 2000

- Evans A. (1996): *The Integration of the European Community and Third States in Europe. A Legal Analysis.* Oxford
- Evans A. (1998): *A Textbook on EU Law.* Oxford
- Favret J.-M. (1996): *Droit et pratique de l'Union europeenne.* Paris
- Fremond O., M.Capaul (2002): *Corporate Governance: One Size Fits All?* – [http://rru.worldbank.org/Hot\\_Topics\\_Fremond\\_Capaul.asp](http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp)
- Gregory H. (2001): *The globalisation of corporate governance.* Weil, Gotshal and Manges LLP.
- Harm-Jan de Kluiver (1996): *Disparities and Similarities in European and American Company Law.* - In: *Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union.* Hauge
- Hopt K. (2000): *Modern Company Law Problems: A European Perspective.* – In: *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends.* Stockholm, Sweden, 7-8 December 2000
- Hopt K.J., H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, eds. (1998): *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research.* Oxford.
- Jamin C., L.Lacour (1993): *Droit commercial.* Techniplus
- Kaplan S. (1997): *Top Executive and Firm Performance: A Comparison of Japan and Germany, Japan and the U.S. - Comparative Corporate Governance. Essays and Materials.* Ed. By K. Hopt, E.Wymeersch, W.De Gruter
- La Porta R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, R.W.Vishny (1997): *Law and Finance.* IIID, Development Discussion Paper N 576.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000): *Investor Protection and Corporate Governance.* – In: *The Journal of Financial Economics*, 2000, 58, 3
- Le Gall F.-P. (1985): *Droit commercial.* 10-e ed. Paris
- Matteucci M. (1957): *Introduction a l'etude systematique du droit uniforme.* Academie de droit international. Recueil des Cours, 1957, T. 91
- Monks R., Minow N. (1995): *Corporate Governance.* Blackwell, 1995
- Morck R., M.Nakamura (1999): *Banks and Corporate Control in Japan.* - *Journal of Finance*, pp.319-339.
- Morin F. (1988): *“Pouvoir, controle et strategies des firms”*- In: Arena R., Benzoni L., de Bandt J., Romani P.M. *Traite d'Economie Industrielle.* Paris, Economica.
- OECD (1999): *OECD Principles of Corporate Governance.* Paris
- OECD (2002): *White Paper On Corporate Governance In Russia.* Paris, 2002
- Pistor K. (1999): *Corporate Law in Transition Economies.* Max-Planck Institute for Comparative and International Corporate Law, Hamburg, mimeo.
- Prechal S. (1995) *Directives in European Community Law. A Study of Directives and Their Enforcement in National Courts.* Oxford
- Prentice D., Holland P. (1993): *Contemporary Issues in Corporate Governance.* Oxford, Clarendon Press, 1993

- Ripert G. (1980): *Traite elementaire de droit commercial*. Paris
- Roe M.J. (1994): “Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America”. In: *Institutional Investors and Corporate Governance*. Ed. by T.Baums, R.M.Buxbaum, K.J.Нopt. Walter de Gruyter, Berlin, New York, ch. 2, pp. 23-87.
- Sauter W. (1997): *Competition Law and Industrial Policy in the EU*. Oxford
- Schmidt D. (1969): *Les droits de la minorite dans la societe anonyme*. Paris
- Shleifer A., R. Vishny (1986): *Large Shareholders and Corporate Control*. - *Journal of Political Economy*, pp. 461-488.
- Turnbull Sh. (1997): *Corporate Governance: Its scope, concerns & theories*. – In: *Corporate Governance: An International Review*, Blackwood, Oxford, 1997, vol. 5, no. 4, pp. 180-205
- Usher J.A. (1998): *General Principles of EC Law*. London
- Van Gervan, Aalders (1990): *European Economic Interest Groupings*. Kluwer
- Van Solinge G. (1996): *Corporate Law Aspects of Cross-Border Mergers*. – In: *Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union*. Hauge
- Wachter, van Hulle, Lanau, Schaafsma, Raaijmakers (1989): *Harmonisation of Company and Securities Law*. Tilbury University Press
- Weil, Gotshal and Manges LLP (2002): *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States. Final Report and Annexes I-III*. On behalf of the European Commission/In consultations with EASD and ECGN, January 2002
- Wooldridge F. (1991): *Company Law in the UK and the EC: its harmonisation and unification*. London
- Wooldridge F. (1991): *EC Company Law*. Athlone
- Wouters H. (1973): “Le droit des societes anonymes dans les pays de la CEE”. Bruxelles.
- Zaphirien G.A. (1970): *European Business Law*. London
- Zingales L. (1995): *What determines the value of corporate votes*. – *Quarterly Journal of Economics*, 1995, Vol. 110, pp.1047-1073

В аналитических материалах, распространяемых РЕЦЭП, могут излагаться различные точки зрения на экономическую политику, однако Центр как организация придерживается в этом отношении нейтральной позиции. Все мнения, высказываемые в публикуемых материалах, отражают исключительно точку зрения их авторов, но не мнение РЕЦЭП, организаций, принадлежащих к его руководящему консорциуму, Европейской комиссии или любой другой организации, принадлежащей к Европейской комиссии.

**РОССИЙСКО-ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТР  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ**

Потаповский пер., 5, стр. 4,  
Москва 101000 Россия  
<http://www.recep.ru>  
e-mail: [recep@recep.ru](mailto:recep@recep.ru)  
тел +7 (503) 232-36-13 факс +7 (503) 232-37-39