

# РАЗВИТИЕ ГЕРМАНСКОГО И РОССИЙСКОГО АКЦИОНЕРНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА В КОНТЕКСТЕ ПРОБЛЕМЫ СОХРАНЕНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Елизавета Зотова\*

DOI 10.24833/2073-8420-2018-3-48-44-52



**Введение.** На современном этапе многие участники рынка ценных бумаг приобретают акции исключительно с целью получить выгоду за счет ценовых колебаний на фондовых рынках. Это отнюдь не способствует долгосрочному экономическому развитию компаний. Германский законодатель сделал попытку предоставить совету директоров акционерного общества дополнительные полномочия, с помощью которых он теоретически мог бы влиять на исход сделок с акциями в интересах самого общества. Подобный опыт требует критического осмысления, в том числе, с точки зрения российской правовой доктрины и юридической практики.

**Материалы и методы.** В исследовании использованы общенаучные и специальные методы познания: метод структурно-функционального анализа; сравнительно-правовой метод; формально-логический метод; статистический метод, исторический метод, системный метод, герменевтический метод.

**Результаты исследования.** В связи с рядом сделок, ставших потрясением для германского концентрированного рынка акционерного капитала, германский законодатель разработал Закон о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля, наделяющий руководство общества ограниченными полномочиями влиять на исход сделок по приобретению акций. Представляется, что подобное регулирование мотивировано не только доктринальными положениями германского права, но и рядом практических соображений.

**Обсуждение и заключение.** Проанализированы положения доктрины германского и российского гражданского права, касающиеся деятельности акционерных обществ и объема полномочий их руководящих органов; проведено исследование германской судебной практики в части полномочий совета директоров; проанализированы основные преимущества и недостатки германского правового подхода.

---

\* **Зотова Елизавета Константиновна**, аспирант кафедры международного частного и гражданского права МГИМО МИД России  
e-mail: e.zotova91@mail.ru.  
ORCID ID: 0000-0002-8453-2404

## I. Введение

За прошедший век рынок акционерного капитала претерпел колоссальные изменения: мотивация акционеров в корне изменилась, зачастую участники рынка приобретают акции с тем, чтобы извлечь выгоду из ценовых колебаний, а не с целью участвовать в управлении обществом. Так, «профессиональные миноритарии» используют для извлечения прибыли все связанные с акционерным обществом события<sup>1</sup>. В результате любая сколь-либо существенная разница между стоимостью активов и ценой на акции общества открывает дорогу неблагоприятной для компании смене корпоративного контроля. Эта тенденция потрясла германский рынок в конце XX века и остается актуальной по сей день [16. С. 147-148]<sup>2</sup>.

Учитывая это, руководство компаний зачастую стремится поддерживать максимальную рыночную стоимость акций, во многом – за счет снижения расходов общества на исследовательскую деятельность и инновационные разработки и реализации тех проектов, которые способны обеспечить хотя бы краткосрочный рост рыночных цен на акции [11. С. 2085-2125; 12. С. 10-16].

Помимо указанных выше общих для любой юрисдикции соображений, в силу специфики германского рынка, смена контроля в отношении любого значимого участника способна вызвать потрясение для целого ряда компаний (изменение предпринимательской стратегии самой приобретенной компании и ее дочерних обществ, а также иметь нежелательные последствия для кредиторов, работников, иных заинтересованных лиц и даже для рынка в целом).

Национальному законодателю остается либо согласиться со сложившейся тенденцией, либо установить ей некий противовес. Именно по такому пути попытался пойти германский законодатель, разработав Закон о приобретении ценных бумаг и смене кор-

поративного контроля (далее в настоящей статье – «Закон»). Анализ подобного опыта важен для государств, которые придерживаются рыночной модели экономики [2. С. 110-111] и уже столкнулись с аналогичной проблемой, либо могут столкнуться с ней в обозримом будущем.

## II. Закон о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля (WpÜG)

Представляется, что Закон о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля является своеобразной попыткой германского законодателя уравновесить интересы общества и интересы акционеров.

Так, п. 1 § 33 Закона указывает, что совет директоров компании не вправе препятствовать проведению сделки по приобретению акций после направления предложения акционерам и до момента его принятия, за исключением тех действий, которые совет директоров вправе осуществлять в соответствии с уставом компании, либо действий, одобренных простым большинством наблюдательного совета компании. С учетом того, что наблюдательный совет на 50% состоит из представителей работников компании<sup>3</sup>, вероятность одобрения таких мер достаточно высока.

Помимо того, п. 2 § 33 Закона наделяет совет директоров полномочиями принимать решения, по общему правилу относящиеся к компетенции общего собрания акционеров, с целью защиты общества от неблагоприятной смены корпоративного контроля. Совет директоров может принимать такие решения с согласия общего собрания акционеров, принятого квалифицированным большинством в три четверти голосов и действующего в течение 18 месяцев<sup>4</sup>. Поскольку Закон не устанавливает конкретный срок принятия такого решения, представляется, что оно может быть принято как до направления акционерам предложения о приобретении акций, так и после этого события.

<sup>1</sup> Nili Y., 2014. Shareholder Activism in Germany. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu>.

<sup>2</sup> "Spain's ACS Secures Crucial Stake in Rival Hochtief", Spiegel Online, 4 January 2011. Доступ по адресу: <http://www.spiegel.de/international/business/hostile-takeover-spain-s-ac-s-secures-crucial-stake-in-rival-hochtief-a-737648.html>

J. Shotter, J. Evans. "Vonovia's €14bn Deutsche Wohnen bid fails", Financial Times, 10 February 2016. Доступ по адресу: <https://www.ft.com/content/a9b99de4-cfef-11e5-92a1-c5e23ef99c77>

M. Fischer. "Germany gets jittery over Chinese takeovers", Financial Times, 24 October 2016. Доступ по адресу: <https://www.ft.com/content/21e6eac4-0d53-3ba9-9c1d-ed3c7b851e90>

<sup>3</sup> Закон «Об акционерных обществах» (AktG): Aktiengesetz, § 96, Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Доступ по адресу: <https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>

<sup>4</sup> Закон «О приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля» (WpÜG), § 33(2) Действия Совета директоров приобретаемого общества. Доступ по адресу: [https://www.gesetze-im-internet.de/wp\\_g/](https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/)

Однако приводят ли данные положения Закона к тому, что выработанные в зарубежной практике методы защиты акционерного общества от неблагоприятной смены контроля могут быть применены на германской почве, особенно – в отсутствие одобрения общего собрания акционеров?

Упрощенно, в числе методов защиты общества от смены корпоративного контроля можно назвать: 1) дополнительную эмиссию акций (в том числе с последующей передачей работникам акционерного общества) и эмиссию ценных бумаг, конвертируемых в акции (в т.ч. в пользу конкретных лиц); 2) выкуп обществом собственных акций; 3) отчуждение наиболее значимых активов общества; а также 4) поиск конкурирующего предложения.

*Дополнительная эмиссия акций и эмиссия ценных бумаг, конвертируемых в акции*

Согласно закону «Об акционерных обществах» дополнительная эмиссия может осуществляться только с одобрения общего собрания акционеров<sup>5</sup>. Аналогичного одобрения требует эмиссия ценных бумаг, конвертируемых в акции<sup>6</sup>, за исключением дополнительной эмиссии из одобренного капитала общества.

Потенциально совет директоров германского общества мог бы разбавить долю приобретаемых третьим лицом акций, проведя дополнительную эмиссию из одобренного капитала согласно § 202 закона «Об акционерных обществах». В первые пять лет после создания общества<sup>7</sup> такая дополнительная эмиссия может быть проведена по решению совета директоров при наличии одобрения

наблюдательного совета без одобрения общего собрания акционеров<sup>8</sup>. Дополнительная эмиссия действительно используется в Германии как способ защиты от неблагоприятной смены корпоративного контроля<sup>9</sup>, но будет ли эта мера достаточно эффективна?

Лица помимо акционеров могут иметь преимущественное право на приобретение акций в рамках дополнительной эмиссии лишь на основании распоряжения совета директоров в рамках полномочий, предоставленных общим собранием акционеров<sup>10</sup>. Согласно практике германских судов, соответствующее решение должно быть принято после опубликования предложения о приобретении акций с учетом всех связанных с предложением обстоятельств<sup>11</sup>. Следует полагать, если акционеры будут согласны с условиями продажи акций, дополнительная эмиссия на условии преимущественного права приобретения новых акций третьими лицами вероятнее всего не будет одобрена, а новые акции будут приобретены акционерами либо размещены на бирже.

С учетом наиболее вероятного в таких обстоятельствах снижения рыночной цены на акции, дополнительная эмиссия не приведет к значительному увеличению цены сделки для покупателя и вряд ли предотвратит неблагоприятную смену контроля. Более того, исходя из подготовительных материалов к Закону, осуществление дополнительной эмиссии в период после опубликования предложения и до его принятия является нарушением обязанности совета директоров общества не препятствовать сделке<sup>12</sup>.

<sup>5</sup> Закон «Об акционерных обществах», раздел «Условное увеличение уставного капитала», § 192 Основные положения; раздел «Увеличение уставного капитала за счет имущества акционерного общества», § 207 Основные положения

<sup>6</sup> Закон «Об акционерных обществах», Пятый раздел, «Конвертируемые облигации. Облигации на участие в прибылях общества», § 221

См. тж.: BGH, Beschluss vom 21.11.2005 – II ZR 79/04 (OLG Celle): эмиссия облигаций, конвертируемых в акции (во взаимосвязи с условным увеличением уставного капитала), предусматривающая преимущественное право на приобретение таких облигаций, может осуществляться лишь с предварительного одобрения общего собрания акционеров (по аналогии с BGH, 23.06.1997 - II ZR 132/93 – дело Siemens/Nold)

<sup>7</sup> А также в последующие пять лет, если такие полномочия совета директоров будут продлены квалифицированным большинством общего собрания акционеров. См. Закон «Об акционерных обществах», раздел «Одобренный капитал»; § 202 (2) Основные положения

<sup>8</sup> Закон «Об акционерных обществах», раздел «Одобренный капитал»; § 202 (3) Основные положения.

<sup>9</sup> "2016 Mergers and Acquisitions Report: Germany". Доступ по адресу: <http://www.iflr.com/Article/3540080/2016-Mergers-and-Acquisitions-Report-Germany.html>

<sup>10</sup> Закон «Об акционерных обществах», раздел «Одобренный капитал»; § 203 (1), (2) Эмиссия новых акций

<sup>11</sup> См. тж.: BGH, 23.06.1997 - II ZR 132/93, BGH, 10.10.2005 - II ZR 148/03, BGH, 11.06.2007 - II ZR 152/06, OLG Nürnberg, 14.02.2018 - 12 AktG 1970/17

<sup>12</sup> Бундестаг Германии, четырнадцатый созыв, публикация № 14/7034 от 05.10.2001. Законопроект Правительства Германии «Проект закона об урегулировании публичных предложений о приобретении ценных бумаг и смены корпоративного контроля», с. 57. Доступ по адресу: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/14/070/1407034.pdf>

*Выкуп обществом собственных акций*

В соответствии с абз. 1 п. 1 § 71 закона «Об акционерных обществах», совет директоров может распорядиться о выкупе не более 10% собственных акций общества лишь в исключительных случаях – если это необходимо для предотвращения неотвратимой угрозы существенного ущерба обществу<sup>13</sup>. Подобные действия обычно ведут к повышению рыночной цены на акции общества, что теоретически может заставить покупателя отказаться от сделки<sup>14</sup>.

Однако право Германии не содержит исчерпывающих критериев наличия угрозы существенного ущерба акционерному обществу, в связи с чем данный вопрос должен разрешаться исходя из обстоятельств каждого отдельного дела<sup>15</sup>, а доказывание обоснованности действий совета директоров может быть затруднительным. Некоторые исследователи полагают, что наличие угрозы причинения обществу существенного ущерба возможно доказать, если сделка потенциально ведет к замене национального капитала текущих участников на иностранный<sup>16</sup>, однако этот критерий вряд ли можно принять как общее правило.

*Отчуждение ключевых активов общества*

Совет директоров не вправе влиять на исход сделки по приобретению акций общества, намеренно отчуждая его ключевые активы<sup>17</sup>. О запрете на подобное вмешательство говорится и в подготовительных материалах к Закону о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля<sup>18</sup>.

Единственным методом защиты общества, не требующим предварительного одобрения, является поиск конкурирующего предложения. Согласно п. 1 § 33 Закона, совет

директоров вправе прибегать к поиску конкурирующего предложения по собственному усмотрению.

С учетом приведенного выше регулирования и судебной практики (которая во многом дублирует англо-американский правовой подход, отдающий преимущество интересам акционеров)<sup>19</sup>, Закон является несколько «разбавленной» попыткой ввести законодательный баланс между интересами компаний и интересами их акционеров. Положения Закона на практике не приводят к существенному расширению полномочий совета директоров. Однако является ли ограничение правомочий акционеров за счет введения дополнительных полномочий совета директоров принципиально приемлемым с точки зрения германской правовой доктрины?

### III. Роль совета директоров акционерного общества в праве Германии

Совет директоров акционерного общества обязан осуществлять руководство деятельностью компании под собственную ответственность<sup>20</sup>. В контексте повседневного управления делами общества эта общая формула означает, что совет директоров несет обязанность руководить деятельностью общества в пределах своих полномочий таким образом, как это делал бы сознательный, независимый предприниматель, с учетом обязанности обеспечивать сохранность вверенного ему чужого имущества<sup>21</sup>.

Тем не менее, оценка действий совета директоров всегда производится с учетом конкретных фактических обстоятельств, и мери-

<sup>13</sup> Закон «Об акционерных обществах», § 71 (1)(1), (2) Выкуп обществом собственных акций

<sup>14</sup> Бундестаг Германии, четырнадцатый созыв, публикация 14/7034 от 05.10.2001 Законопроект Правительства Германии «Проект закона об урегулировании публичных предложений о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля», с. 58.

<sup>15</sup> Закон «Об акционерных обществах», § 71 (1) Выкуп обществом собственных акций

<sup>16</sup> Kraft G., Jäger M., Dreiling A., 2003. Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit [Defensive measures against hostile takeovers in the light of legal and political discussion, as well as economic practicality]. Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Book 11. S. 25.

<sup>17</sup> Закон «Об акционерных обществах», § 179a Обязанность по передаче всего имущества общества BGH Urteil vom 25.02.1982, Az. II ZR 174/80 - ключевое в данном вопросе дело Holz Müller, логика которого была воспринята германскими судами в более поздних решениях, напр.: OLG Celle, Urteil 07.03.2001 - 9 U 137/00, OLG Stuttgart, 13.07.2005 - 20 U 1/05.

<sup>18</sup> Бундестаг Германии, четырнадцатый созыв, публикация 14/7034 от 05.10.2001 г., Законопроект Правительства Германии «Проект закона об урегулировании публичных предложений о приобретении ценных бумаг и смене корпоративного контроля», с. 58.

<sup>19</sup> Tschäni R., Diem H.-J., 2005. Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten [Duties of the Target's Board of Directors during Takeovers]. Mergers & Acquisitions VII, Zürich. S. 57-58.

<sup>20</sup> Закон «Об акционерных обществах», § 76 (1) Руководящие органы акционерного общества.

<sup>21</sup> Memminger P., 2012. Die Revlon-Rechtsprechung in Delaware zu Übernahmetransaktionen und die Behandlung der entsprechenden Fragestellungen im deutschen Recht [Revlon case law in Delaware regarding takeovers and treatment of similar issues in German Law]. Freiburg, Nomos Verlag. S. 113.

лом при этом является концепция интересов предприятия, толкование которой, в действительности, также достаточно разноречиво<sup>22</sup>.

С учетом различных доктринальных позиций, концепцию интересов предприятия в праве Германии можно упрощенно представить как: 1) результат примирения интересов всех групп, связанных с деятельностью акционерного общества, и 2) некие первичные, первоначальные интересы развивающегося бизнеса, не совпадающие с интересами какой-либо из участвующих в деятельности акционерного общества групп<sup>23</sup>. С точки зрения данной концепции, само понятие предприятия подразумевает не только само юридическое лицо как объект интересов различных групп, но и различные отношения, порождаемые деятельностью юридического лица и не ограничивающиеся отношениями его участников и работников. Поэтому в германской правовой доктрине интересы предприятия неразрывно связаны и с интересами входящих в него групп, и с т.н. «благом предприятия» [14. С. 603-627, 756; 15]<sup>24</sup>.

Германское законодательство и рекомендательные акты, регулирующие деятельность акционерных обществ, явно несут на

себе влияние данной концепции<sup>25</sup>. В частности, как указано в подготовительных материалах для проекта закона «Об акционерных обществах», постольку, поскольку органы акционерного общества вправе управлять его деятельностью, они должны исходить из того, что интересы предприятия сами по себе должны пользоваться той же защитой, что и интересы акционеров, поскольку деятельность юридического лица так или иначе имеет значение для общества и имеет общественные последствия<sup>26</sup>. В дальнейшем аналогичные положения были включены в абз. 1 § 70 закона «Об акционерных обществах» в редакции 1937 г. [13. С. 18].

Аналогичным образом действующая редакция Германского Кодекса корпоративного управления предписывает, что совет директоров акционерного общества должен управлять деятельностью общества с учетом интересов акционеров, работников акционерного общества и иных связанных с предприятием заинтересованных групп, руководствуясь целью долгосрочного развития<sup>27</sup>. Данный акт не обладает обязательной силой, однако отказ от его применения акционерное общество должно обосновывать на ежегодной основе<sup>28</sup>.

<sup>22</sup> Memminger P., 2012. Die Revlon-Rechtsprechung in Delaware zu Übernahmetransaktionen und die Behandlung der entsprechenden Fragestellungen im deutschen Recht [Revlon case law in Delaware regarding takeovers and treatment of similar issues in German Law]. Freiburg, Nomos Verlag. S. 114.

<sup>23</sup> Krämer H.-J. X., 2002. Das Unternehmensinteresse als Leitungsmaxime der Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft im Rahmen der Organhaftung – in Abgrenzung zum Gesellschaftsinteresse und unter Berücksichtigung US-amerikanischer Rechtsprechung und Literatur [Interests of the enterprise as governing principle for the board of directors in a joint-stock company in terms of liability – a delimitation between the interests of the company with regard to US case law and doctrine]. Berlin, Tenea Verlag für Medien. S. 27.

<sup>24</sup> См. тж.: Gierke O., 1895. Deutsches Privatrecht. Binding's Systematisches Handbuch der Deutschen Rechtswissenschaft [German Private Law (Binding's Systemic Handbook of German Legal Science)]. S. 469-473. Ratenau W., 1918. Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung [On the Nature of Shares: a Business Analysis]. Berlin, S. Fischer. S. 36-38.

Kraft G., Jäger M., Dreiling A., 2003. Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit [Defensive measures against hostile takeovers in the light of legal and political discussion, as well as economic practicality]. Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Book 11. S. 25-27.

<sup>25</sup> Prof. Dr. Spindler G., 2008. Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value [Interests of the Enterprise as Governing Principle for the Board of Directors – Observance of the Employees' Interests and Shareholder Value]. Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung [Expert report on request of the Hans-Böckler-Stiftung]. S. 5-6.

<sup>26</sup> Министерство юстиции Германской Империи, «Проект закона об акционерных обществах и акционерных коммандитах», 1930 г. С. 94.

Prof. Dr. Spindler G., 2008. Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value [Interests of the Enterprise as Governing Principle for the Board of Directors – Observance of the Employees' Interests and Shareholder Value]. Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung [Expert report on request of the Hans-Böckler-Stiftung]. S. 5.

<sup>27</sup> Германский кодекс корпоративного управления в редакции от 7 февраля 2017 г., с Решениями Пленарного заседания от 7 февраля 2017 г. § 4.1.1. Доступ по адресу: <http://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/vorstand.html> du Plessis J.J., Großfeld B., Luttermann C., Saenger I., Sandrock O., 2017. German Corporate Governance in International and European Context. Berlin, Springer-Verlag. S. 24-25, 31-32.

<sup>28</sup> Закон «Об акционерных обществах», § 161 Объяснения относительно соблюдения Германского кодекса корпоративного управления; Германский кодекс корпоративного управления в редакции от 7 февраля 2017 г., с Решениями Пленарного заседания от 7 февраля 2017 г., Преамбула.

Действующая редакция закона «Об акционерных обществах» содержит более нейтральную формулировку, согласно которой совет директоров обязан управлять акционерным обществом под собственную ответственность, однако эти положения также толкуются в рамках концепции защиты интересов предприятия<sup>29</sup>. Подготовительные материалы и комментарии к данному закону содержат ссылку на то, что обязанность совета директоров учитывать интересы различных групп очевидна и не требует отдельного разъяснения в тексте закона, поскольку подобная норма могла бы привести правоприменителя к ложному выводу о том, что интересы работников должны иметь приоритет перед интересами акционеров, а интересы этих двух групп – приоритет перед интересами общества в целом, что не соответствует смыслу закона<sup>30</sup>.

Таким образом, даже поверхностное исследование показывает, что право Германии исходит из наличия у предприятия интересов, не тождественных интересам его акционеров и определяющих управленческие решения совета директоров. В связи с этим, следует полагать, что попытка германского законодателя наделить совет директоров полномочиями (пусть и ограниченными) препятствовать неблагоприятной смене корпоративного контроля по меньшей мере не находится в противоречии с правовой доктриной.

#### IV. Российский подход. Выводы и заключение.

Решение поставленной проблемы в российском праве зависит от ответа на вопрос о том, 1) имеет ли юридическое лицо (или, скорее, предприятие) интересы, не отождестви-

мые с интересами акционеров; и 2) возможно ли в связи с этим наделить органы акционерного общества полномочиями принимать меры, цель которых расходится с сиюминутными интересами акционеров.

Содержание такой категории как интерес юридического лица является предметом дискуссий в российском праве. Некоторые исследователи утверждают, что по своему содержанию категория интересов юридического лица тождественна интересам его участников и/или учредителей, ссылаясь на то, что судебная защита интересов юридического лица фактически сводится к защите интересов акционеров [7; 9]. Представляется, что подобные воззрения основываются на приоритете интересов акционеров, характерном для правовой доктрины стран англо-американской правовой семьи [10]. Именно этот подход предопределяет известные читателю особенности зарубежных рынков акционерного капитала [17]<sup>31</sup>.

При этом, однако, те же авторы справедливо отмечают, что интересы участников юридического лица часто являются сиюминутными [7], и тем самым не отрицают возможность конфликта интересов юридического лица и его участников.

Другая группа авторов все же придерживается мнения о том, что интересы юридического лица по меньшей мере не могут быть отождествлены с интересами акционеров [3; 5; 6]. Представляется, что интересы юридического лица рассматриваются как самостоятельная категория и в российской правоприменительной практике<sup>32</sup>. К примеру, Верховный Суд РФ в Определении по делу № 305-ЭС16-3884 попутно высказывает суждение о том, что интересы акционерного общества стоят иерархически выше интересов его акционеров<sup>33</sup>.

<sup>29</sup> Prof. Dr. Spindler G., 2008. Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholder Value [Interests of the Enterprise as Governing Principle for the Board of Directors – Observance of the Employees' Interests and Shareholder Value]. Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung [Expert report on request of the Hans-Böckler-Stiftung]. S. 7-8.

<sup>30</sup> Kropff B., 1965. Aktiengesetz: Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I S. 1089) und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 (Bundesgesetzbl. I. S. 1185) mit Begründung des Regierungsentwurfs, Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestags, Verweisungen und Sachverzeichnis. Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer [The Law on Joint-Stock Companies: Edition of the Law on Joint-Stock Companies as of 6 September 1965 (Bundesgesetzblatt I S. 1089) alongside with the enacting law as of 6 September 1965 (Bundesgesetzbl. I. S. 1185) with Justification of the Government Draft Law and a Report of the German Bundestag Legal Committee, References and Index]. Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer. S. 97-98.

<sup>31</sup> Wai Yee Wan, 2013. Takeovers and countering short-termism in target boardrooms: Part 1. Company Lawyer. Vol. No. 34(2).

<sup>32</sup> Постановление Президиума ВАС РФ от 06.03.2012 № 12505/11, пп. 5 п. 2 Постановления Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица»

<sup>33</sup> Определение Верховного Суда РФ от 26 августа 2016 г. по делу № 305-ЭС16-3884

Но возможно ли ответить на вопрос о том, кто из участников корпоративных отношений должен быть наделен решающим голосом в случае неблагоприятной смены корпоративного контроля, невзирая на эту дискуссию? В настоящее время российское право и правоприменительная практика в первую очередь пытаются оградить компании от злоупотреблений со стороны органов управления<sup>34</sup>. В условиях концентрированного рынка акционерного капитала подобные злоупотребления вряд ли можно рассматривать вне взаимосвязи с влиянием, оказываемым мажоритарными акционерами на исполнительные органы общества [1; 8]. Следует признать, что предложенное германским законодателем (частичное) решение проблемы могло бы быть практически целесообразным в отсутствие такого влияния, в ином случае, попытка установить

баланс интересов общества и акционеров может обернуться еще большими злоупотреблениями как со стороны менеджмента, так и со стороны акционеров.

В то же время спекулятивные тенденции постепенно проявляются и на российском фондовом рынке<sup>35</sup>, и по мере трансформации российского рынка акционерного капитала необходимость разработки корпоративного законодательства, учитывающего эту тенденцию, будет становиться более насущной. Вне зависимости от степени «родства» российского законодательства о юридических лицах с германским правовым порядком [4], в будущем законодателю придется выработать решение, не только совместимое с российским правовым порядком с точки зрения теории права, но и эффективное с позиции общественных реалий.

#### Литература:

1. Глазунов А.Ю. Право на получение дивидендов: экономический анализ и правовое регулирование // Закон. 2017. № 7.
2. Енгибарян Р.В., Тадевосян Э.В. Конституционное право: Учебник. М., 2000.
3. Ионова Д.Ю. Косвенные иски как способ защиты интересов участников коммерческих корпораций // Российский судья. 2018. № 7.
4. Ключарева Е.М. Доктринальные и исторические особенности определения обязанностей и ответственности членов органов управления юридического лица в разных юрисдикциях // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2017. № 10.
5. Кулагин М.И. Избранные труды по акционерному и торговому праву. 2-е изд., испр. М., 2004.
6. Мейер Д.И. Русское гражданское право (в 2 ч.). М., 2003.
7. Степанов Д.И. Интересы юридического лица и его участников // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. № 1. 2015.
8. Суханов Е.А. Американские корпорации в российском праве (о новой редакции гл. 4 ГК РФ) // Вестник гражданского права. 2014. № 5.
9. Ярков В.В. Защита прав акционеров по Закону «Об акционерных обществах» с помощью косвенных исков // Хозяйство и право. 1997. № 11, 12.
10. Armour J., Deakin S., Konzelmann S.J. Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance // British Journal of Industrial Relations, 2003, Vol. 41:3.
11. Fang V. W., Tian X., Tice S. Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? // Journal of Finance. October 2014, Vol. No. 69 (5).
12. Fisher D. The enlightened shareholder - leaving stakeholders in the dark: will section 172(1) of the Companies Act 2006 make directors consider the impact of their decisions on third parties? // International Company and Commercial Law Review. 2009. Vol. No. 20(1).
13. German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law / Edited by Holger Fleischer, Jesper Lau Hansen and Wolf-Georg Ringe. Max-Planck-Institute for foreign law and private international law, Tübingen, Mohr Siebeck, 2015.
14. Gierke O. Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtssprechung. 1887.

<sup>34</sup> См. Постановление Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 № 62; п. 93 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации».

Также см., напр.: Определение ВАС РФ от 26.02.2014 № ВАС-1309/14 по делу № А40-138789/10-23-1156

<sup>35</sup> напр., Определение Верховного Суда РФ от 25.10.2017 № 302-ЭС17-17308

15. Haussmann F. Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht. Bensheimer, 1928.  
 16. Höpner M., Streeck W. Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG. Campus Verlag, 2003.  
 17. Nyombi C. A critique of shareholder primacy under UK takeover law and the continued imposition of the board neutrality rule // International Journal of Law & Management. 2015. 57(4).

## DEVELOPMENT OF GERMAN AND RUSSIAN CORPORATE LAW IN THE HOSTILE TAKEOVER ENVIRONMENT

**Introduction.** Speculative behavior is common for modern stock markets. It leads to corporate short-termism and therefore has negative systemic implications for the states' economies. In an attempt to mitigate this trend, the German lawmaker developed national legislation aiming, inter alia, to provide company management with additional powers it could potentially use to prevent hostile takeovers. This experience needs to be critically studied in terms of both German and Russian doctrine and legal practice.

**Materials and methods.** This paper uses the following general and specific scientific methods: structure-function analysis, comparative law method, Aristotelian method, statistical method, historical method, systemic method and hermeneutic method.

**Results of the research.** Reacting towards a number of transactions affecting the German corporate landscape, the German legislature developed the Law on Acquisition of Securities and Change of Corporate Control. This Law contains protectionist provisions potentially entitling the board of directors

of a joint-stock company to undertake measures to prevent hostile takeovers either subject to consent of the supervisory board or in cases where it is authorized to do so according to the corporate charter. Nevertheless, the impact these powers have in practice is very limited, which can be mostly attributed to practical considerations of the German judiciary and legislature.

**Discussion and conclusions.** The article contains analysis of the German and Russian legal doctrine and court practice pertaining to joint-stock companies, as well as the scope of authorities of their management, analysis of the basic advantages and disadvantages of the German regulatory approach, conclusions as to applicability of the German approach in Russia.

Elizaveta Zotova,  
 Research Student with the Department of  
 Private International and Civil Law,  
 MGIMO-University under the MFA  
 of Russia.

### Ключевые слова:

акционерное общество, корпоративный контроль, акционер, конкуренция законодательства, совет директоров, Германия

### Keywords:

joint stock company, shareholder, hostile takeover, corporate choice of law, share purchase, corporate short-termism, board of directors, Germany

### References:

1. Glazunov A.Yu., 2017. Pravo na poluchenie dividendov: ekonomicheskij analiz i pravovoe regulirovanie [Right to receive dividends: economic analysis and legal framework]. *Zakon [The Law]*. No. 7.
2. Engibaryan R.V., Tadevosyan E.V., 2000. Konstitucionnoe pravo: Uchebnik [Constitutional Law: A Textbook]. Moscow.
3. Ionova D.Yu., 2018. Kosvennyje iski kak sposob zashchity interesov uchastnikov kommerchekih korporacij [Derivative claim as a remedy for corporate stakeholders]. *Rossijskij sudya [The Russian judge]*. No. 7.
4. Kluyuchareva E.M., 2017. Doktrinalnye i istoricheskie osobennosti opredeleniya obyazannosti i otvetstvennosti chlenov organov upravleniya yuridicheskogo lica v raznyh yurisdikciyakh [Doctrinal and historical peculiarities of duties and liabilities of company management in different jurisdictions], *Vestnik ekonomicheskogo pravosudiya Rossijskoj Federacii [Russian Federation Economic Justice Reporter]*. No. 10.
5. Kulagin M.I., 2004. Izbrannye trudy po akcionernomu i torgovomu pravu [Selected works on corporate law and law of trade]. 2<sup>nd</sup> edition, amended. Moscow.
6. Mejer D.I., 2003. Russkoe Grazhdanskoe Pravo [Russian Civil Law] (2 parts). 3<sup>rd</sup> edition, amended. Moscow.
7. Stepanov D.I., 2015. Interesy juridicheskogo lica i ego uchastnikov [Interests of an entity and its shareholders]. *Vestnik jekonomicheskogo pravosudija Rossijskoj Federacii [Russian Federation Economic Justice Reporter]*. No. 1.



8. Suhanov E.A., 2015. Amerikanske korporacii v rossijskom prave (o novoj redakcii gl. 4 GK RF) [American corporations in Russian law (on the new edition of Chapter 4 of the Russian Civil Code)]. *Vestnik grazhdanskogo prava [Civil Law Reporter]*. No. 5.
9. Yarkov V.V., 1997. Zashchita prav akcionerov po Zakonu "Ob akcionernyh obshchestvah" s pomoshchju kosvennyh iskov [Remedies available for shareholders according to the Law "On joint-stock companies" within a derivative claim]. *Hozyajstvo i pravo [Economy and Law]*. No. 11, 12.
10. Armour J., Deakin S., Konzelmann S.J., 2003. Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance. *British Journal of Industrial Relations*. Vol. 41:3.
11. Fang V. W., Tian X., Tice S., 2014. Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? *Journal of Finance*. Vol. No. 69 (5).
12. Fisher D., 2009. The enlightened shareholder - leaving stakeholders in the dark: will section 172(1) of the Companies Act 2006 make directors consider the impact of their decisions on third parties? *International Company and Commercial Law Review*. Vol. No. 20(1).
13. German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law / Edited by Holger Fleischer, Jesper Lau Hansen and Wolf-Georg Ringe. Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Tübingen, Mohr Siebeck, 2015.
14. Gierke O., 1887. Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtssprechung [Theory of a legal entity and German legal practice].
15. Haussmann F., 1928. Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht [On the nature of shares and company law]. Bensheimer.
16. Höpner M., Streeck W., 2003. Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG [Everything is on Market?: Case Study of Liquidation of Germany JSC]. Campus Verlag.
17. Nyombi C., 2015. A critique of shareholder primacy under UK takeover law and the continued imposition of the board neutrality rule. *International Journal of Law & Management*. Vol. No. 57(4).