

ХОЛДИНГИ И ПРАВО: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ



Георгий Цепов,

кандидат юридических наук, gvts@inbox.ru gvts@inbox.ru

Одним из приоритетов государственной экономической политики является развитие корпоративного сектора, что неразрывно связано с вопросом об организации финансового рынка. Однако, несмотря на утвержденную Правительством «Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы»,¹ а также подготовленную Министерством экономического развития и торговли «Концепцию развития корпоративного законодательства на период до 2008 года»,² не до конца ясно, какая же именно модель будет претворяться в жизнь в качестве основной. Будет ли в финансировании крупных проектов отдано предпочтение инструментам фондового рынка, или возобладает система банковского кредитования, или же станет применяться смешанная модель – эти вопросы еще только ждут ответа. Тем не менее по отдельным признакам можно судить о некоторых тенденциях.

Из-за отсутствия четких ориентиров значительные сложности вызывает проблема правового регулирования бизнес-групп. Крупные бизнес-группы оказывают существенное влияние на социально-экономическую и политическую жизнь страны и в зависимости от конкретных исторических условий могут ускорять или замедлять экономический рост. По этой причине они требуют повышенного внимания со стороны государства, прежде всего, антимонопольных органов. Недооценка важности комплексного подхода в правовом регулировании бизнес-групп может привести к серьезным отрицательным последствиям.

Наиболее остро стоит вопрос о регулировании создания и деятельности холдингов, получивших среди остальных

бизнес-групп наибольшее распространение. Напомним, что под холдингом обычно понимается группа юридических лиц, отличительной чертой которой является то, что головная организация владеет контрольными пакетами акций (долей в уставном капитале) дочерних обществ.³ В результате головная организация способна определять финансово-хозяйственную деятельность дочерних компаний. В свою очередь, дочерние общества владеют контрольными пакетами акций других организаций и т. д.

Пирамидальные группы являются доминирующей моделью организации крупного бизнеса многих государств мира. Они широко распространены в странах Европы, Юго-Восточной Азии, Латинской Америки. В США после провозглашенного президентом

Ф.Д. Рузвельтом «Нового курса» развитие корпораций пошло по иному пути. Как отмечает Р. Морк, крупные американские компании нетипичны вследствие тенденции отсутствия у них контролирующих акционеров, а также из-за того, что обычно они не организованы в бизнес-группы. Однако не все американские компании следуют этому образцу.⁴ Одним из основных инструментов борьбы с пирамидами в 30-х годах XX века в США послужила система налогообложения дивидендов. Несмотря на то, что с середины XX века доля индивидуальных акционеров в структуре акционерного капитала уменьшилась и, напротив, увеличилась доля институциональных инвесторов, нельзя говорить о коренном изменении типа американских компаний.



С началом проведения экономических реформ в России в первой половине 90-х годов XX века выбор модели организации крупного бизнеса стал актуален и для нашей страны. Однако экономические преобразования во многом осуществлялись бессистемно. Государству не хватало политической воли, а часто и возможностей для проведения последовательной экономической политики. Слабость правоохранительной системы, неразвитость финансового рынка, правовая и экономическая неграмотность населения привели к образованию в России групп компаний, организованных по пирамидальному принципу. Многие из этих групп стали доминировать на региональных товарных рынках. Преобладание в них инсайдеров стало существенной помехой в привлечении свободных ресурсов, необходимых для инвестиций.⁵

В последние годы ситуация начала изменяться. Вступили в силу законы и иные нормативные правовые акты, направленные на защиту интересов миноритарных акционеров. Государство возвращает утраченные позиции в стратегически важных отраслях экономики. Провозглашен курс на создание крупных холдингов в оборонной, судостроительной, атомной промышленности и других областях народного хозяйства со значительным государственным участием в капитале.⁶ Образующие холдинги призваны собрать под единым управлением разрозненные активы, вырванные из единых производственных цепочек в процессе приватизации. Участие государства как акционера расценивается в качестве стабилизирующего фактора. На данном этапе оно признается важным не только для обеспечения безопасности и развития стратегических областей экономики, но и как гарантия того, что у менеджеров будет меньше возможностей бесконтрольно выводить активы возглавляемых ими компаний. В условиях недостаточной эффективности правоохранительной системы у государства остается больше рычагов для защиты своих интересов, чем у частных инвесторов. Нельзя забывать и исторические корни: в России государство традиционно играло ключевую роль в экономике, не ограничиваясь функциями «ночного сторожа».

Нужно учитывать и то обстоятельство, что многие отечественные акционерные общества, в том числе являющиеся головными компаниями крупных холдингов, уже разместили или готовятся публично разместить свои акции, в том числе на международных рынках,⁷ что требует от них большей открытости и повышения уровня защиты интересов миноритарных акционеров. Размеще-

ние акций на российских и зарубежных площадках проходит на фоне ужесточения конкуренции за свободные финансовые средства. Чтобы не проиграть борьбу, отечественные компании вынуждены подчиняться более жестким правилам, существующим за границей. Наиболее сильно чувствуется влияние американского права, особенно после принятия в США Sarbanes-Oxley Act в 2002 году. Вслед за распространением американского права наблюдается экспансия и американского правосудия.⁸ Это не удивительно, поскольку американский фондовый рынок весьма притягателен. Однако данный процесс таит в себе серьезную опасность, поскольку подчинение требованиям иностранного правового порядка означает установление контроля за компаниями со стороны иностранных властей.

Однако ни российская правовая доктрина, ни российское законодательство не реагируют на вышеуказанные тенденции достаточно оперативно, отставая тем самым от потребностей экономической жизни. Несмотря на то, что холдинги стали широко распространенным явлением, до сих пор не выработаны основные принципы их правового регулирования. Принятый Государственной Думой и одобренный Советом Федерации Федеральный закон «О холдингах» был отклонен Президентом РФ в связи с тем, что при его разработке не была определена экономическая и юридическая цель создания и регламентации холдингов, в результате чего закон содержал большое количество неясных положений. Кроме того, отдельные положения Закона противоречили Гражданскому кодексу РФ и иным федеральным законам. Постановлением Государственной Думы от 07.06.2002 г. указанный Закон был снят с рассмотрения.⁹ Оказался мертворожденным Федеральный закон «О финансово-промышленных группах» от 06.12.1995 г.¹⁰ Безнадёжно устарело Временное положение о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества, утвержденное Указом Президента РФ от 16.11.1992 г. № 1392.¹¹

Во многом это объясняется тем, что тема правового регулирования холдингов активно не обсуждается в научных и деловых кругах. Не хватает серьезных аналитических публикаций.¹² Многие из работ носят фрагментарный характер, затрагивая лишь отдельные вопросы. В то же время для разработки правовых актов, регулирующих холдинги, необходимо придерживаться комплексного, системного подхода. Прежде всего, нужно понимать, вследствие каких

причин образуются холдинги, каковы их основные свойства. Нельзя забывать и о том, что альтернативой холдингов являются отдельные компании, структурные подразделения которых выполняют производственные функции организаций, являющиеся в холдинговой структуре юридическими лицами.

Постараемся выделить и проанализировать наиболее важные черты холдингов.

1. Холдинги позволяют отдельным лицам (семьям) контролировать значительную часть корпоративного сектора.

Контроль узких групп лиц над значительной частью корпоративного сектора означает высокую степень монополизации экономики. Стоящие во главе пирамид индивиды или семьи часто имеют такую мощную экономическую власть, что от их действий на прямую зависит политическая жизнь страны.

В связи с этим многие либеральные экономисты относятся к холдингам отрицательно. Так, по мнению Р. Морка и Б. Йонга, контроль со стороны пирамид позволяет доминировать деньгам «старых» миллиардеров.¹³ Преобладание семейных групп, особенно пирамидально организованных, — симптом кооперации между бизнесом и правительством. Подконтрольные семьям пирамиды являются предпочтительными торговыми партнерами коррумпированных политиков. В странах с большей долей капитала «старых» миллиардеров экономический рост медленнее, чем в странах с меньшим количеством миллиардеров или чем в странах, где больше доля денег «новых» миллиардеров. Страны, где крупные фирмы контролируются семьями, отстают по целому ряду направлений. В данных странах выше инфляция, они беднее, ниже качество общественных благ, в том числе хуже инфраструктура, здравоохранение, образование. В таких странах проводится менее ответственная макроэкономическая политика. В них большее неравенство.¹⁴

Однако крупные холдинги, в том числе находящиеся под семейным контролем, получили распространение не только в развивающихся, но и в высоко развитых западных странах, таких как Швеция, Италия, Франция, Бельгия. В Германии банки традиционно играли важнейшую роль в финансировании концернов, являясь одновременно не только их основными кредиторами, но и акционерами.

Кроме того, в процесс концентрации капитала существенные коррективы вносит глобализация. На смену национальным олигархам приходит иностранный и международный капитал, что приводит к переходу под его конт-

роль значительной части корпоративного сектора отдельных стран. Соответственно усиливается его влияние и на политическую жизнь.

2. Холдинги позволяют перераспределять финансовые потоки между входящими в холдинг организациями.

Характерным признаком холдингов является то, что стоимость внутренних финансовых ресурсов ниже внешних.¹⁵ Это позволяет финансировать новые проекты за счет внутрихолдинговых источников, используя средства дочерних обществ. Таким образом, одной из целей образования холдингов называют замещение недостаточно развитого финансового рынка.¹⁶ Указанное свойство во многом объясняет появление холдингов в тех странах, где финансовый рынок развит недостаточно, в том числе в современной России.

В тех же странах, где имеется возможность получения относительно дешевых денег на внешних рынках, прежде всего на фондовом рынке, вышеуказанное свойство холдингов подвергается критике. Так, в условиях свободного рынка инвесторы могут отказаться от направления полученных ими дивидендов в предлагаемые менеджерами новые проекты. В холдингах же у них такой возможности обычно нет, т. к. полученная прибыль, как правило, не распределяется между акционерами, а реинвестируется по указанию крупных акционеров, в том числе в создаваемые новые юридические лица. Однако у холдингов, даже крупных, эффективных внутренних инвестиционных проектов значительно меньше, чем на открытом рынке. В связи с этим ряд исследователей делают вывод о том, что пирамиды не позволяют распределять ресурсы лучше, чем это делает свободный финансовый рынок.¹⁷

В качестве положительного фактора инвестирования новых проектов за счет внутрихолдинговых источников называют то, что миноритарные акционеры, в отличие от обладателей крупных пакетов, часто подвержены инвестиционной миопии, будучи нацелены на получение дивидендов или увеличение курсовой стоимости акций в краткосрочном периоде. Менеджеры же компаний, в отличие от рядовых инвесторов, обладают большей информацией и лучше профессионально подготовлены, что позволяет им принимать более обоснованные экономические решения. Возражая против данного тезиса, указывают на то, что в условиях экономической свободы инвестору предоставляется право выбора, куда вкладывать деньги, и если он решил направить их на литье валков, то это совсем не означает, что он захочет

перевести их для производства луноходов. Свобода экономического выбора — неотъемлемая черта рыночной экономики.

По мнению многих исследователей, пирамидальные бизнес-группы наиболее распространены в странах с незначительным уровнем защиты инвесторов.¹⁸ Получение контрольного пакета акций приводит к экспроприации капитала остальных акционеров. Чем меньше уровень защиты интересов миноритарных акционеров, тем более откровенные формы принимает извлечение крупными акционерами и подконтрольными им менеджерами частных выгод контроля. Нередко осуществляется прямая «откачка» средств дочерних обществ с использованием трансфертного ценообразования и других аналогичных инструментов.

3. Холдинги позволяют диверсифицировать риски, связанные с деятельностью входящих в них юридических лиц.

Диверсификация рисков дает возможность проводить активную инновационную политику, создавая венчурные предприятия. За счет дополнительных эмиссий акций дочерних обществ могут привлекаться средства новых инвесторов, желающих участвовать в отдельных инновационных проектах. При этом можно варьировать степень участия головной компании в деятельности дочерних обществ, наделяя исполнительные органы дочерних обществ большей или меньшей самостоятельностью в зависимости от поставленных целей.

Благодаря возможности диверсифицировать риски и перераспределять ресурсы внутри холдинга менее подвержены финансовым кризисам. Паника на фондовом рынке оказывает более разрушительное воздействие на отдельные компании, акции которых обращаются на биржах и внебиржевом рынке, чем на холдинг в целом. В случае если в состав холдинга входит банк, который одновременно кредитует входящие в холдинг компании, холдинговая структура еще менее подвержена внешним факторам. Даже банкротство такого банка может не повлечь за собой прекращения деятельности холдинга.

Негативной стороной диверсификации является то, что при банкротстве отдельных дочерних обществ или головной компании могут пострадать интересы кредиторов. Следовательно, в данном вопросе нужно соблюдать баланс интересов между кредиторами и организациями, входящими в холдинг, допуская привлечение к ответственности тех акционеров, указания которых выполняли должностные лица обанкротившегося общества.

4. Холдинги позволяют снизить агентские издержки, свойственные компаниям с распыленным уставным капиталом.

Это объясняется наличием в холдингах основного акционера, обладающего контрольным пакетом акций дочерних обществ, который в любое время может инициировать переизбрание членов совета директоров или назначение новых исполнительных органов. Однако с каждой ступенью пирамиды агентские издержки вновь возрастают: чем ниже уровень пирамиды, тем выше риск оппортунизма лиц, образующих органы управления. Дополнительные трудности вызывает отсутствие в российском праве специальных механизмов управления дочерними обществами. Из-за этого крупные российские холдинговые компании вынуждены опережать законодателя, изобретая собственные методы воздействия на дочерние общества, не всегда соответствующие букве закона.

Нужно учитывать и проблему миноритарных акционеров, нередко использующих в целях получения собственных необоснованных выгод корпоративный шантаж, блокируя или тормозя принятие решений, важных для холдинга.

5. Холдинги позволяют снизить или избавиться от трансакционных издержек, присущих отношениям между независимыми компаниями.

Это достигается путем образования единого центра управления, позволяющего осуществлять централизованное планирование, устранить информационную асимметрию между входящими в холдинг организациями, установить единые процедуры соблюдения качества выпускаемой продукции и сроков внутренних поставок, проводить единую сбытовую и закупочную политику и т. д. Конечно, теоретически вместо холдинга на базе его активов можно создать единую компанию. Однако на практике в силу разных причин создание такой компании часто сразу или вообще невозможно, вследствие чего образование холдинга является оптимальным решением.

6. Холдинг менее подвержен враждебному поглощению, чем свободные компании.

Это объясняется наличием в холдинге контролирующего акционера, а также размером холдинга. Головная компания предоставляет дочерним обществам эффективную «крышу», что нередко сопровождается формальным и неформальным разделом сфер влияния между старшим партнером (головное общество) и младшими партнерами (ключевые акционеры дочерних обществ). В России 90-х годов XX века



потребность небольших компаний в защите стало одной из причин образования холдингов, поскольку такие компании, как правило, были неспособны устоять перед набегами корпоративных рейдеров и иных более сильных конкурентов.

7. Холдинги позволяют оптимизировать налогообложение.

Оптимизация достигается путем использования трансфертных цен и иных аналогичных инструментов. Часто головная компания холдинга располагается в оффшорной зоне, куда и переводится прибыль, полученная от деятельности холдинга. Однако то, что выгодно холдингу или входящим в него отдельным юридическим лицам, отнюдь не всегда выгодно государству и обществу. В результате применяемого холдингами налогового планирования они оказываются в более выгодном положении, чем отдельные компании, что является нарушением существующих принципов налогообложения.

Итак, нами описаны основные свойства холдингов, перечень которых может быть расширен и откорректирован. По результатам анализа можно сделать вывод о том, что холдинги имеют как положительные, так и отрицательные стороны, причем отрицательных свойств, как видно, больше. Из этого можно заключить, что в идеале значение холдингов должно быть уменьшено.

Однако нужно учитывать, что появление холдингов имеет объективные причины. В России их образование стало следствием, как минимум, двух основных взаимосвязанных факторов: а) отсутствия эффективного финансового рынка (прежде всего фондового); б) недостаточной защищенности интересов миноритарных акционеров. Лишь по мере ослабления указанных факторов можно прогнозировать уменьшение значения холдингов и увеличение количества открытых (публичных) компаний, контрольный пакет акций которых не сосредоточен у одного владельца.¹⁹

Какая же роль должна быть отведена праву в регулировании холдингов? В качестве основных направлений правового регулирования можно назвать следующие меры.

1) Усиление защиты интересов миноритарных акционеров, в том числе путем совершенствования правил, регулирующих крупные сделки, сделки с заинтересованностью, осуществление «поглощений». Должна быть повышена роль ревизионных органов. В крупных АО состав ревизионных комиссий следует расширить и предусмотреть избрание их членов кумулятивным голо-

сованием. Права членов ревизионных комиссий должны быть детализированы. Кроме того, подлежат усилению меры по защите конфиденциальной информации, недопущению использования инсайдерской информации в личных целях. В то же время нельзя допускать возможности злоупотребления миноритарными акционерами своими правами (включая корпоративный шантаж).

2) Расширение перечня и повышение качества раскрываемой информации, включая раскрытие консолидированной бухгалтерской отчетности, а также сведений о конечных, «бенефициарных собственниках» крупных пакетов акций. Раскрываемая отчетность должна соответствовать общепринятым международным стандартам. За неполное предоставление информации, а также предоставление недостоверной информации следует установить ответственность, аналогичную уровню ответственности в ведущих странах мира.

3) Повышение эффективности управления холдингами путем урегулирования отношений между головными и дочерними обществами. В основу должен быть положен принцип реализации головной компанией эффективного управления дочерним обществом через сформированные по воле головной компании органы управления дочернего общества с соблюдением интересов иных акционеров. В частности, нуждается в законодательном урегулировании проблема выполнения лицами, образующими органы управления дочерних обществ, указаний (директив) головной организации.

4) Определение законом пороговых величин взаимного участия (в том числе косвенного) в капитале. Так, п. 3 ст. 106 ГК РФ предусмотрено, что пределы взаимного участия хозяйственных обществ в уставных капиталах друг друга и число голосов, которыми одно из таких обществ может пользоваться на общем собрании участников или акционеров другого общества, определяются законом. Однако до сих пор соответствующий закон не принят.

5) Специальное регулирование внутрихолдинговых имущественных отношений, включая внутрихолдинговое кредитование, поставки, выполнение работ и оказание услуг и т. д. В регулировании данных отношений необходимо найти баланс интересов между холдингом в целом и миноритарными акционерами дочерних обществ. Поскольку данный вопрос касается сделок с заинтересованностью, то особенности совершения указанных сделок, а также последствия несоблю-

дения установленных требований к их совершению (ст. 81-84 ФЗ «Об акционерных обществах») применительно к холдингам нуждаются в уточнении.

6) Обеспечение защиты интересов кредиторов при банкротстве организаций, входящих в холдинг. Действующая редакция п. 3 ст. 6 ФЗ «Об акционерных обществах» критикуется многими юристами и подлежит корректировке.

Кроме того, есть и более глобальные задачи. К их числу относятся недопущение монополизации экономики при создании и деятельности холдингов, контроль общества и государства за их влиянием на политическую жизнь, обеспечение национальных интересов при размещении российскими компаниями эмиссионных ценных бумаг за рубежом.

По какому же пути движется отечественное законодательство? Учитываются ли в нем вышеуказанные положения? Во многом — да, хотя и не совсем оперативно и последовательно. Так, значительное количество из вышеперечисленных мер нашли отражение в «Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года», предполагающей изменение действующих законов. Кроме того, несмотря на отсутствие специального закона о холдингах, в отдельные законодательные акты уже внесены коррективы, которые существенно отразятся на образовании и деятельности данных бизнес-групп. Планируется и ряд других законодательных инициатив.

Так, вступили в силу изменения в ФЗ «Об акционерных обществах»,²⁰ регулирующие порядок «поглощений». Они направлены на усиление защиты интересов миноритарных акционеров и отвечают последним мировым веяниям. В частности, указанные изменения устанавливают правила предоставления покупателем голосующих акций открытых АО при превышении установленных законом пороговых величин обязательного предложения о приобретении им акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, у других владельцев. С учетом зарубежного опыта можно предположить, что данные поправки затормозят образование холдингов. С другой стороны, указанным Законом вводятся правила о «вытеснении» миноритарных акционеров в том случае, когда доля контролирующего акционера превышает 95% от общего количества голосующих акций открытого общества.

Напротив, упрощает приобретение акций (долей) хозяйственных обществ ФЗ «О защите конкуренции» от 26.07.2006 г. № 135-ФЗ, устанавливая новые критерии государствен-

ного контроля.²¹ По прогнозам Федеральной антимонопольной службы РФ, реализация Закона приведет к существенному сокращению числа ходатайств о согласовании сделок. «Административная нагрузка на хозяйствующие субъекты, связанная с необходимостью получения предварительного разрешения на совершение сделок и действий, сократится более чем в 33 раза в сравнении с 2003 г.»²²

Готовятся изменения в налоговое законодательство, связанные с освобождением крупных акционеров от налогообложения дивидендов. Бюджетным комитетом Государственной Думы РФ одобрен законопроект, отменяющий налог на дивиденды от стратегического участия в капитале — свыше 50% от размера уставного капитала. Однако нельзя исключать, что планка в 50% от размера уставного капитала будет снижена.²³ Указанные поправки призваны стимулировать участие в акционерных обществах крупных инвесторов, что будет способствовать дальнейшему развитию холдинговых структур. Мелкие инвесторы, напротив, будут вынуждены действовать опосредованно, вследствие чего можно прогнозировать увеличение роли институциональных инвесторов.

Таким образом, несмотря на некоторую непоследовательность законодателя, что видно на приведенных примерах, можно сделать вывод о том, что в целом в развитии российского корпоративного сектора наметилось движение в сторону свободного фондового рынка. Это соответствует общемировой тенденции. Однако, несмотря на стремление государства развивать фондовый рынок, внутрихолдинговое финансирование, по-видимому, еще долго будет одним из важнейших инвестиционных инструментов. Со вступлением России в ВТО конкуренция между компаниями только обострится. Эффективно бороться с крупными западными конкурентами смогут хорошо организованные, внутренне сбалансированные и устойчивые к внешним воздействиям бизнес-группы, в том числе функционирующие на принципах частно-государственного партнерства. Переход к системе с преобладанием открытых (публичных) компаний, не имеющих контролирующего акционера, приведет к положительному эффекту лишь при наличии соответствующей институциональной среды. Следовательно, до тех пор, пока такой среды не сформировано, нет серьезной альтернативы и крупным холдингам.

1) СЗ РФ. 2006. № 24. Ст. 2620.

2) Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года // Закон. 2006. № 9. С. 9.

3) Далее в статье анализируются холдинги, состоящие из акционерных обществ. С соответствующими корпоративными сформулированные выводы применимы и к холдингам, образованным с участием юридических лиц иных организационно-правовых форм.

4) Randall Morck. How to Eliminate Pyramidal Business Groups. The Double Taxation of Inter-corporate Dividends and other Incisive Uses of Tax Policy. 2004 // <http://papers.ssrn.com>. См. также: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World. 1998 // <http://papers.ssrn.com>

5) Ценов Г.В. Акционерные общества: теория и практика.

М., 2005. С. 40-51; Концентрация акций и экономический рост: правовые аспекты. Интервью с Г.В. Ценовым // Конкуренция и рынок. 2005. № 4.

С. 112; Ценов Г.В. Закрытые акционерные общества: право на жизнь // Закон. 2006. № 9. С. 42; Корпоративные войны в России. Интервью с Г.В. Ценовым // Конкуренция и рынок. 2006. № 3. С. 8; Дзарасов Р.С., Новоженков Д.В. Крупный бизнес и накопление капитала в современной России. М., 2005.

6) Послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию от 10.05.2006 // Российская газета. 2006. 11 мая.

7) По данным экспертов Альфа-банка, с начала 2004 года с помощью первичного размещения российские компании привлекли \$29,1 млрд, из них \$10,6 млрд пришлось на «Роснефть». Дальнейшие планы не менее масштабны: около 80 компаний находятся в различных стадиях подготовки IPO, объем которых на ближайшие полтора года предполагается на уровне \$18,5 млрд, а до конца 2006 года — \$5,5 млрд. Однако, как полагают эксперты, из-за опасения относительно перспектив мирового экономического роста ситуация в последнее время радикально изменилась (См.: Борисов А. Грядущие IPO под угрозой // Бизнес. 2006. 25 сент.).

8) Показательны судебные дела по иску SEC к французскому медиа-гиганту Vivendi Universal, S.A., а также коллективному иску американских инвесторов к немецкой фирме Hugo Boss AG, принятых к рассмотрению американским судом.

9) Постановление Государственной Думы Федерального Собрания РФ «О Федеральном законе «О холдингах» от 07.06.2002 № 2826-III ГД // СЗ РФ. 2002. № 24. Ст. 2280.

10) СЗ РФ. 1995. № 49. Ст. 4697.

11) Указ Президента РФ «О мерах по

реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» от 16.11.1992 г. № 1392 // СА Президента и Правительства РФ. 1992. № 21. Ст. 1731; СЗ РФ. 1995. № 15. Ст. 1284; 1996. № 7. Ст. 673; 2000. № 44. Ст. 4349; 2001. № 1. (ч. II). Ст. 69; № 37. Ст. 3672.

12) См., например, по данной теме: Шиткина И.С. Правовое регулирование холдинговых объединений. М., 2006; Портной К. Правовое положение холдингов в России. М., 2004.

13) Morck R., Yeung B. Corporate Governance and Family Control. 2004 // <http://papers.ssrn.com>

14) Morck R., Yeung B. Family Control and the Rent-Seeking Society. 2003 // <http://papers.ssrn.com>

15) Holmen M., Hogfeldt P. Pyramidal Power. 2004 // <http://www.hecer.fi/Papers/hogfeldt.pdf>

16) Almeida H., Wolfenzon D. A Theory of Family Business Groups and Pyramidal Ownership. 2003 // <http://papers.ssrn.com>

17) Holmen M., Hogfeldt P. Op. cit.

18) La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. Указ соч.; Almeida H., Wolfenzon D. Op. cit.

19) Анализируя конгломераты, Н.Б. Рудык пишет: «Давайте теперь на секунду предположим, что российские ФПГ не создают эффективную цепочку «финансирование — инвестирование — распределение прибылей». Сумеют ли независимые компании создать эту цепочку? Ответ очевиден: нет, не сумеют. По крайней мере, в обозримом будущем. А раз так, то похоже, что (несмотря на все неэффективности) существование российских конгломератов оправдано. Оправдано отсутствием какой-либо альтернативы» (Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов. М., 2005. С. 188).

20) ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» от 05.01.2006 г. № 7-ФЗ // СЗ РФ. 2006. № 2. Ст. 172.

21) Статьи 28-30 ФЗ «О защите конкуренции» от 26.07.2006 № 135-ФЗ // СЗ РФ. 2006. № 31 (ч. 1). Ст. 3434.

22) Конкуренционные условия получили законодательную поддержку // Конкуренция и рынок. 2006. № 3. С. 30-31.

23) <http://www.duma.gov.ru>; Иванова С. Рай для холдингов // Ведомости. 2006. 3 окт.; Стеркин Ф. Отсутствует

цены // Ведомости. 2006. 18 окт. ●

© «Конкуренция и рынок».

Отзывы и предложения направлять по e-mail: alexschur@mail.ru; alexschur@yandex.ru