



**Сергей Луценко**

аналитик Института экономических стратегий отделения общественных наук Российской академии наук, член Экспертного совета комитета Государственной Думы Федерального Собрания РФ по обороне

# Подразумеваемые ограничения<sup>1</sup>

**Условием договора между принципалом-собственником и агентом-руководителем являются фидуциарные принципы**

Структура корпоративного управления является моделью демократии. Она предполагает, что общее собрание акционеров занимает особое место в структуре компании. На собрании собственники принимают важные решения относительно стоимости компании в соответствии с корпоративной стратегией и целью.

## **Экономико-правовая природа компании и корпоративное благо**

Корпоративное управление представляет собой систему взаимоотношений между руководством, акционерами (учредителями) и другими заинтересованными лицами и является основой для определения целей организации, а также определения средств достижения этих целей и пути контроля ее деятельности.

Надлежащее корпоративное управление должно создавать соответствующую заинтересованность как совета директоров, так и руководства организации (менеджмента) в следовании целям, которые отвечают интересам организации и ее собственни-

ков, а также должно обеспечивать эффективный мониторинг.

Корпоративное управление базируется на принципе уважения прав и законных интересов его собственников (учредителей, акционеров). Основой эффективной деятельности (а значит, инвестиционной привлекательности) компании является фидуция (доверие) между, прежде всего, собственниками и менеджментом (членами совета директоров). На сегодняшний день фидуциарные принципы направлены на исправления проблем, созданных информационной экономикой [Russell, Laby, 2020].

Механизм корпоративного управления должен корреспондировать с обеспечением собственникам

реальной возможности осуществлять свои права, связанные с их участием. Собственникам должны быть обеспечены надежные и эффективные способы учета прав собственности на долю в уставном капитале (акции). Доверие к компании в очень большой степени основывается на ее равном отношении к своим собственникам.

Коммерческая организация (акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью) как правовая абстракция никаких собственных интересов (так, как они понимаются применительно к субъектам, имеющим собственную волю) не имеет. Любое указание на интересы компании есть не более чем вмененный интерес, интересы хозяйствующего субъекта по факту отождествляются с интересами его акционеров или учредителей. Независимо от формы одобрения оно должно исходить от органа или иного лица, уполномоченного заключать такие сделки или совершать действия, которые могут рассматриваться как одобрение.

Другими словами, компания представляет собой «увязку договоров» (the pexus of contracts), а фидуциарные принципы являются условием договора между принципалом-собственником и агентом-руководителем [Jensen, Meckling, 1976; Fama, Jensen, 1983a; Fama, Jensen, 1983b].

Любое указание на интересы компании есть не более чем вмененный интерес. Интересы хозяйствующего субъекта по факту отождествляются с интересами

его собственников, которые выстраивают экономическую стратегию бизнеса, используя определенные технологии (в том числе, с использованием механизма «подразумеваемых ограничений» и программ долгосрочного стимулирования). В противном случае, неразумная финансовая стратегия и ошибочные стратегические решения со стороны руководства влекут за собой уменьшение стоимости компании, тем самым нарушая экономические права собственников.

Корпоративное благо является отправной точкой при оценке благосостояния собственника. Ценность акции (ценность доли в уставном капитале) зависит от стоимости бизнеса (корпоративное благо) и является дополнительной причиной установления связи между интересами собственника и управленческой политикой, которая может привести к убыткам компании<sup>2</sup>.

Рост стоимости компании устанавливает прямую корреляционную связь с повышением стоимостного значения акции. В свою очередь, экономический интерес (благо) акционера (участника) заключается в обеспечении нормального функционирования организации с увеличением ее доходности, что достигается посредством принятия управленческих решений, направленных на увеличение ликвидности акций.

Повторим: цена акций, в том числе, зависит от эффективности корпоративного управления, в том числе, в плоско-

сти информационной экономики. При оценке эффективности корпоративного управления в качестве ключевых показателей могут выступать: рентабельность акционерного капитала, рентабельность инвестированного капитала, рентабельность по EBITDA. То есть, показатели, оценивающие динамику акционерной стоимости и устанавливающие связь между экономическими интересами собственников, их активностью и политикой руководства.

### **Роль собственника в управлении компанией**

Руководство является коммерческим продуктом самой компании, его шаги измеряются и контролируются компанией, в лице ее собственников. В свою очередь, цель и сущность корпоративной формы хозяйствования состоит в обеспечении такой организации управления, при которой соблюдается баланс интересов всех собственников, сохраняется возможность лиц, объединивших имущественные взносы, контролировать использование таковых и одновременно исключается возможность блокирования решений лицами, чье имущественное участие минимально<sup>3</sup>.

В силу своей экономико-правовой природы, собственник (учредитель, акционер) обязан проявлять активность при управлении компанией. Приобретая долю в уставном капита-

ле или акции компании, собственник получает право участия (членства) в компании. Эти права и обязанности носят неимущественный, управленческий характер: право участвовать в управлении делами организации, получать информацию о ее деятельности и знакомиться с ее бухгалтерской и иной документацией (проверять обоснованность относительно стоимости бизнеса, его роста), контролировать и обжаловать решения органов управления, влекущие гражданско-правовые последствия<sup>4</sup>.

Внутри компании отношения собственников носят фидуциарный (доверительный характер), они обязаны действовать в интересах компании (рост стоимости компании). При этом участник связан фидуциарным требованием лояльности по отношению к хозяйственному субъекту. Ненадлежащее отношение участников к осуществлению своих прав, отсутствие осмотрительности и заботливости при осуществлении своих прав влечет негативные последствия для собственников.

Структура корпоративного управления, по своей сути, является моделью демократии. Данная модель предполагает, что общее собрание акционеров (учредителей) занимает особое место в структуре компании. На собрании собственники принимают важные решения относительно стоимости компании в соответствии с корпоративной стратегией и целью.

Учредитель (акционер) обладает общими с компанией экономическими интересами, поскольку, с одной стороны, вправе рассчитывать на получение дивидендов за счет прибыли от хозяйственной деятельности юридического лица, а, с другой стороны, несет ответственность за эффективность такой деятельности с учетом возможности оказания влияния на принимаемые решения и, возможно, риск ответственности по обязательствам юридического лица.

## Фидуциарные стандарты и технология «подразумеваемых ограничений»

Фидуциарный стандарт разумного и добросовестного поведения руководителя организации предполагает совершение им действий в интересах компании и ее собственников (акционеров, участников) на основе достаточной информированности, с должной степенью заботливости и осмотрительности, принятие решений с учетом всей имеющейся информации, в отсутствие конфликта интересов, в рамках обычного предпринимательского риска.

Фидуциарные обязанности позволяют собственнику установить непосредственную связь руководства с компанией, а также оценить ее будущее и поведенческую модель агента-руководителя [DeMott, 1988]. На самом деле, фидуциарные обязанности схожи с договорными обязанностями [Easterbrook, Fischel, 1993]. Данные обязанности могут быть расширены или ограничены в соглашениях (в том числе, в уставе компании) между принципалом (собственником) и агентом (руководителем).

В частности, согласно сложившейся судебной правоприменительной практике, лицо, осуществляющее полномочия единоличного исполнительного органа, вправе не выполнять указания, содержащиеся в решениях общего собрания, если это принесет вред интересам компании (например, снижение стоимости акции или доли в уставном капитале). Поскольку наличие указаний общего собрания не освобождает такое лицо от фидуциарных обязанностей действовать добросовестно и разумно. При этом менеджмент (член совета директоров) не может ссылаться на то, что действовал во исполнение решения общего собрания, поскольку в ходе управления организацией обязан оценивать, насколько те или иные действия выгодны для последней и не причинят ли они вреда. Такая оценка составляет

часть его фидуциарных обязанностей<sup>5</sup>. Фидуциарные обязанности вменяются руководству для проведения политики в интересах компании (в частности, для достижения корпоративного блага) и ее собственников<sup>6</sup>.

В современных условиях к собственникам (равно как и к руководству компании) предъявляются повышенные требования в отношении разумного и добросовестного поведения. Речь идет о стандарте добросовестного поведения субъекта гражданского оборота и недопущении нарушения правила *venire contra factum proprium* (никто не может противоречить собственному предыдущему поведению). Нарушение, по сути, свидетельствует о злоупотреблении правом.

Поведение стороны для оценки ее добросовестности нужно рассматривать во времени, в некоей хронологической протяженности, учитывая последовательность либо непоследовательность действий, возражений и заявлений этой стороны.

Противоправность в корпоративных правоотношениях состоит в нарушении лицом обязанности действовать в интересах юридического лица добросовестно и разумно.

Для оценки возложенных на руководителя фидуциарных обязанностей при совершении тех или иных сделок в уставе компании можно использовать технологию «подразумеваемых ограничений» («implied limitations»), выработанную международными судами.

Другими словами, технология «подразумеваемых ограничений» или толкование условий договора (действительной общей воли сторон) является элементом саморегулирования корпоративных отношений между руководством компаний и собственниками (учредителями, акционерами). Речь идет о том, что условия договорных отношений, в частности между собственником и руководством компании, подлежат толкованию таким образом, чтобы не позволять стороне

извлекать преимущество (личную выгоду) из незаконного или недобросовестного поведения. Требуется урегулировать и конфликтные ситуации, а не создавать правовую неопределенность в правоотношениях заинтересованных сторон<sup>7</sup>.

Элемент саморегулирования с использованием «подразумеваемых ограничений» позволит снизить риск, связанный с неправомерным поведением стороны при принятии управленческого решения, и не допустить получения личной выгоды.

Примером неправомерного поведения руководителя являются совершение сделок с заинтересованностью. Причем категория заинтересованности формулируется на практике самым широким образом и включает в себя любой прямой или косвенный финансовый (материальный) интерес, выгоду, ренту, бонус, иные привилегии и преимущества, которые лицо может получить (непосредственно или через своего представителя) в результате такой сделки.

Другими словами, действия руководителя при совершении различных сделок можно будет тестировать на предмет финансовой заинтересованности, снижая риски нарушения фидуциарной обязанности лояльности, реализуя профилактическую функцию, гарантируя защиту имущества компании от разрушения от неправомерных действий менеджмента.

Механизм «подразумеваемых ограничений» касается условий легитимности поведения руководства. Данные ограничения направлены на достижение целей и интересов компании и ее участников. Должно существовать разумное пропорциональное соотношение между используемыми правовыми средствами и преследуемой целью компании. Данный механизм идентифицирует буквальное значение слов и выражений, содержащихся во внутренних корпоративных документах, стратегиях развития, бизнес-плане.

Механизм «подразумеваемых ограничений» позволит защитить руководителя от необоснованных нападок со стороны собственников (акционеров, учредителей).

Однако необходимо отметить, что негативные экономические последствия, понесенные хозяйствующим субъектом в ходе осуществления им предпринимательской деятельности, не могут безусловно служить основанием для взыскания убытков с руководителя предприятия, при недоказанности факта умышленного нарушения фидуциарных обязанностей.

### **Программа долгосрочной мотивации — технология сближения финансовых интересов руководителя и собственников**

С целью сближения финансовых интересов руководства и собственников в долгосрочной перспективе необходимо реализовать программу долгосрочного стимулирования руководящего звена. Программы долгосрочной мотивации внедряются с целью стимулирования к достижению долгосрочных результатов хозяйствующего субъекта, то есть представляют собой способ материального вознаграждения в связи с исполнением фидуциарных должностных обязанностей. Данные программы подразумевают получение материальной выгоды от увеличения стоимости акций или компании.

В частности, целью программы долгосрочной мотивации является объединение интересов юридического лица и ее собственников с интересами руководства, путем наделения последнего правом на приобретение в собственность акций (доли в уставном капитале), а также правом на получение денежного вознаграждения, выплата и величина которого будет зависеть от успешных результатов компании. Тем самым создается ситуация, когда право на приобретение акций (доли в уставном капитале) зависит от качества корпоративного

управления, выраженного в виде стоимости компании (приращении стоимости активов).

Например, в программах долгосрочного стимулирования может применяться порядок расчетов с использованием «виртуальных или фантомных акций», распределяемых между участниками программы, и устанавливаться механизм определения вознаграждения, исходя из размеров рыночной капитализации компании с использованием показателя изменения средневзвешенной цены акций компании на торговой площадке ПАО «Московская биржа». Размер дополнительного вознаграждения находится в прямой зависимости от величины изменения средневзвешенной цены одной обыкновенной акции компании за определенный период. Тем самым, размер вознаграждения зависит от прироста рыночной стоимости активов. Подобные программы используются энергетическими и нефтегазовыми компаниями (в частности, ПАО АНК «Башнефть»<sup>8</sup>).

В ПАО «Сбербанк России» в целях мотивации руководящих работников на улучшение результатов деятельности банка, повышение их заинтересованности в конечных результатах деятельности, усиление ответственности за выполнение бизнес-планов реализована Программа стимулирования. Одним из ключевых элементов итогового размера вознаграждения по итогам работы является коэффициент результативности, определяющий зависимость размера вознаграждения работников от оценки результативности<sup>9</sup>. Результативность участника программы коррелирует с контрольными показателями бизнес-плана.

Интересной представляется Опционная программа мотивации руководящих сотрудников, принятая в компании ПАО «Ростелеком». В ее основу заложена материальная выгода, которую получают участники в случае увеличения стоимости акций компании. Возможность получения выгоды явля-

ется обстоятельством, стимулирующим участника Опционной программы действовать в интересах компании и обеспечивать получение прибыли<sup>10</sup>. Размер вознаграждения участника находится в прямой зависимости от величины изменения акционерной стоимости компании.

### Заключение и выводы

Компания представляет собой продукт юридической техники, за которым стоят финансовые интересы собственника (учредителя, акционера). Собственник (в силу своей экономико-правовой природы) принимает активное участие в управлении компанией. В целях эффективного корпоративного управления участник (акционер) использует технологию подразумеваемых ограничений и долгосрочную программу мотивации руководящих работников. Мотивационная программа представляет собой систему, устанавливающую формы и методы материального и нематериального стимулирования работников. Формы стимулирования зависят от достижения положительных экономических результатов и усиливают заинтересованность работников в повышении эффективности и качества труда, а также снижают уровень агентских затрат.

Структура корпоративного управления, как уже сказано, является моделью демократии. В рамках компании собственник занимает особое место. Именно собственник инициирует наиболее важные решения относительно капитала компании в соответствии со стратегией ее развития. Учет в фидуциарных принципах элементов подразумеваемых ограничений (договорного толкования) позволяет корректировать разнообразие отношений в плоскости модели «принципал-агент» в интересах компании и ее собственников. □

### ЛИТЕРАТУРА

1. DeMott D. Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation // *Duke Law Journal*. 1988. Vol. 1988. P. 879-924.
2. Easterbrook F., Fischel D. Contract and Fiduciary Duty // *The Journal of Law and Economics*. 1993. Vol. 36. P. 425-446.
3. Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 1983a. Vol. 26. P. 301-325.
4. Fama E., Jensen M. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*. 1983b. Vol. 26. P. 327-349.
5. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. P. 305-360.
6. Russell J., Laby A. The Decline and Rise of Fiduciary Obligations in Business // Working paper. Cambridge U.P. 2020. Pp. 1-39.

### ПРИМЕЧАНИЯ

- <sup>1</sup> Исследование, по материалам которого написана статья, было отмечено благодарностью Министерства экономического развития Российской Федерации.
- <sup>2</sup> Постановление Европейского суда по правам человека от 07.07.2020 по делу «Альберт и другие против Венгрии» (жалоба № 5294/14) // Прецеденты Европейского суда по правам человека, специальный выпуск. 2020, № 7.
- <sup>3</sup> Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 19.07.2019 по делу №А32-43387/2018 // СПС «Консультант Плюс».
- <sup>4</sup> Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ от 18.06.2013 №3221/13 // Вестник ВАС РФ. 2013. № 11.
- <sup>5</sup> Определение Верховного Суда РФ от 17.09.2019 №305-ЭС19-8975 // СПС «Консультант Плюс».
- <sup>6</sup> Определение Верховного Суда РФ от 08.06.2021 №305-ЭС21-9270 // СПС «Консультант Плюс».
- <sup>7</sup> Постановление Президиума Верховного Суда РФ от 07.10.2020 г. №9ПВ19// СПС «Консультант Плюс».
- <sup>8</sup> Апелляционное определение Московского городского суда от 06.06.2018 по делу №33-24350/18 // СПС «Консультант Плюс».
- <sup>9</sup> Определение Восьмого кассационного суда общей юрисдикции от 10.01.2023 № 88-215/2023 // СПС «Консультант Плюс».
- <sup>10</sup> Постановление ФАС Северо-Западного округа от 29.01.2013 по делу №А56-52257/2011 // СПС «Консультант Плюс».