

© 2020

**Сергей Луценко**

эксперт НИИ корпоративного и проектного управления (г. Москва);

аналитик Института экономических стратегий (г. Москва)

(e-mail: [scorp\\_ante@rambler.ru](mailto:scorp_ante@rambler.ru))

## ОБ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СТАНДАРТАХ ПОВЕДЕНИЯ УЧАСТНИКОВ БИЗНЕСА

Автор рассматривает проблему сбалансированности экономических интересов в компании в долгосрочной перспективе. Предлагается модель ведения бизнеса, учитывающая стандарты поведения менеджмента и участников (акционеров). Освещаются возможности долгосрочного стимулирования менеджмента на базе роста акционерной стоимости организации.

**Ключевые слова:** стандарт поведения менеджмента, модель ведения бизнеса, стандарт поведения участника, долгосрочное стимулирование, агентский конфликт, скрытый бенефициар.

DOI: 10.31857/S020736760012171-7

Эффективное корпоративное управление призвано обеспечить согласованность, баланс экономических интересов заинтересованных лиц в ходе реализации долгосрочной цели компании, при соответствующем контроле со стороны участников (акционеров)<sup>1</sup>.

Корпоративное управление должно быть ориентировано на устойчивое развитие компании и повышение отдачи от инвестиций в акционерный капитал в долгосрочной перспективе. Как отмечает лауреат Нобелевской премии по экономике М. Фридман<sup>2</sup> корпоративное управление должно быть сфокусировано на максимизации акционерной стоимости.

При анализе реализации интересов акционеров возникает вопрос о том, не нарушаются ли эти интересы в случае нераспределения между ними чистой прибыли компании. Нераспределенная прибыль может либо аккумулироваться в специализированных фондах предприятия, в том числе образуемых с целью обеспечения стабилизации его имущественного и финансового положения (например, резервный фонд), либо направляться на дальнейшее развитие компании (расширение производства, приобретение дополнительных активов и т.д.).

Возникает прямая корреляционная связь с повышением стоимостного значения акции. В связи с этим нераспределение чистой прибыли предприятия между собственниками компании (невыплата дивидендов) не может свидетельствовать

---

<sup>1</sup> Определение корпоративного управления в письме Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

<sup>2</sup> Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits // The New York Times Magazine. 1970. September 13. URL: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> (дата обращения: 17.05.2020).

об образовании на стороне собственника убытков, т.к. его имущественные интересы удовлетворяются за счет увеличения стоимости акций<sup>3</sup>.

За счет приращения активов компании посредством получаемой прибыли увеличивается и объем прав акционера, удостоверенных акциями на данные активы. В данном случае удовлетворения экономического интереса акционера связано с ростом акционерной стоимости компании.

Модель ведения бизнеса в современных условиях состоит в его неразрывной связи с деятельностью всех участвующих лиц (прежде всего, органа управления и участника-собственника). Указанные лица связаны едиными экономическими целями, их деятельность должна быть направлена на достижение более высоких финансовых показателей. Их взаимодействие построено на доверительных отношениях (фидуциарных), не исключающих элементы предпринимательского риска.

Извлечение прибыли, ее увеличение, является основной, но не единственной целью деятельности юридического лица. Управленческие решения должны приниматься в интересах максимизации стоимости бизнеса. Не только абсолютный финансовый результат функционирования предприятия (чистая прибыль), но и относительные показатели (рентабельность активов, инвестиций, собственного капитала, показатели оборачиваемости и ликвидности, операционный, финансовый и иные риски, характерные для предприятия, а также показатели динамики доли рынка) в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости бизнеса и могут рассматриваться как самостоятельные цели на определенном этапе деятельности организации.

Корпоративное управление базируется на приоритете управления со стороны участника (акционера). Участники (акционеры), приобретшие долю (акции) в уставном капитале, т.е. осуществившие инвестиции в компанию, имеют право проверки *due diligence* (оценка финансовой системы бизнеса, достоверности отчетности, круга лиц, который участвует в формировании финансовых показателей бизнеса), контроля за деятельностью органа управления, выбора экономической стратегии развития бизнеса<sup>4</sup>.

Юридическое лицо (в том числе, общество с ограниченной ответственностью, акционерное общество), как правовая абстракция, никаких собственных интересов — так, как они понимаются применительно к субъектам, имеющим собственную волю, — не имеет. Любое указание на интересы юридического лица есть не более чем вмененный интерес, интересы юридического лица по факту отождествляются с интересами его участников (акционеров)<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> См. Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 26.03.2020 по делу № А53-33668/2019).

<sup>4</sup> Постановления Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ от 02.11.2010 № 8366/10, от 18.06.2013 № 3221/13.

<sup>5</sup> Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 13.12.2019 по делу № А50-33197/2018.

Интерес юридического лица является производным от интересов его участников, так как интересы компании не просто неразрывно связаны с интересами участников, они предопределяются ими. Тем самым участник (акционер) обладает общими с компанией экономическими интересами, поскольку, с одной стороны, вправе рассчитывать на получение денежных потоков (в виде дивидендов), а, с другой стороны, несет ответственность за эффективность такой деятельности с учетом возможности оказания влияния на принимаемые решения.

Модель ведения бизнеса должна строиться с учетом долгосрочной перспективы удовлетворения интересов участников (акционеров). Участник (акционер), с учетом его приоритета в управлении должен совместно с органом управления контролировать способность органа управления ориентироваться на долгосрочную перспективу. Во внутренних корпоративных документах должен быть оговорен поведенческий алгоритм действий руководства в отдельных ситуациях.

При принятии нестандартных деловых решений, с учетом исполнения фидуциарных обязанностей, руководитель должен руководствоваться стратегией развития бизнеса способом, которую он сочтет наилучшей в интересах компании и ее участников в пределах разумного и допустимого по условиям оборота предпринимательского риска. В этом случае наличие возможных негативных последствий для организации в результате деловых просчетов в силу рискованного характера предпринимательской деятельности при принятии делового решения не будет являться основанием для привлечения руководителя к гражданско-правовой ответственности.

Однако действия руководителя, направленные на снижение акционерной стоимости и напрямую затрагивающие экономические интересы участников, могут рассматриваться, как рискованные и квалифицироваться как плохое управление<sup>6</sup>.

Кроме того, в абзаце втором пункта 109 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» содержится разъяснение, согласно которому к существенным неблагоприятным последствиям относятся нарушения законных интересов как самого участника, так и гражданско-правового сообщества, которые могут привести в том числе к возникновению убытков, лишению права на получение выгоды от использования имущества гражданско-правового сообщества, ограничению или лишению участника возможности в будущем принимать управленческие решения или осуществлять контроль за деятельностью гражданско-правового сообщества. Речь идет о недопустимости совершения сделок со стороны менеджмента, результатом которых может быть лишение

---

<sup>6</sup> Решении Европейского Суда по правам человека от 07.11.2002 по делу «Ольжак против Польши».

права участника (акционера) на получение выгоды от использования активов компании.

Для формирования в компании эффективной модели ведения бизнеса необходимо выработать стандарты поведения руководителя и участника (акционера). Стандарт поведения руководителя был изложен в определении Верховного Суда РФ от 11.05.2018 № 301-ЭС17-20419, и заключается он в следующем.

Компания, чье право и экономические интересы нарушены, вправе требовать возмещения в том числе расходов, которые она произвела или должна будет произвести для восстановления нарушенного права. Это означает, что в результате возмещения убытков хозяйственное общество должно быть поставлено в то положение, в котором оно находилось бы, если бы его право не было нарушено. В случае действий (бездействия) руководителя, следствием которых стало появление у компании обязательств перед бюджетом по пеням и штрафу, возврат организации в состояние, существовавшее до нарушения права, предполагает восстановление прежней структуры его баланса (пусть и отрицательной, но той, которая была бы без неправомерного вмешательства руководителя), то есть снижение за счет руководителя совокупного размера обязательств компании на сумму, равную сумме дополнительных долгов по санкциям, возникших из-за действий (бездействия) этого руководителя. Поэтому виновный руководитель должен выплатить организации денежную компенсацию, размер которой определяется суммой привнесенных им долгов и не зависит от того, как соотносятся активы компании с иными ее обязательствами.

Данная модель поведения руководителя (эталонная) направлена на снижение рисков, связанных с возможными действиями органа управления в личных финансовых интересах (self-dealing).

В отношении поведения участников (акционеров) можно использовать модель сравнительного анализа поведения, выработанная в определении Верховного Суда от 18.01.2017 № 305-ЭС16-18653. В частности, модель позволяет провести анализ отношения лица (собственника), статус которого поставлен под сомнение, с другими участниками компании, и направлена на исследование того, насколько поведение последних с учетом положений корпоративного законодательства свидетельствовало о том, что они воспринимали лицо (статус, которого поставлен под сомнение) как полноправного участника организации (подтверждением может служить его участие в общих собраниях, голосование за принятие тех или иных управленческих решений, инициирование процедуры судопроизводства и т.п.).

Модель поведения участника исходит из стандарта его добросовестного и разумного отношения к деятельности юридического лица, его активной позиции, что предполагает также внимание миноритарных участников к деятельности мажоритарных собственников. Кроме того, стандарт добросовестности и

разумности участника позволяет защищать права миноритарных участников как слабой стороны в корпоративных отношениях.

Отдельным стандартом выступает стандарт доказывания в отношении оценки деятельности скрытого бенефициара, влияющего на деятельность компании.

Стандарт доказывания позволяет исключить ответственность действующего добросовестного руководителя. Он позволяет взыскивать убытки с лиц, имеющих фактическую возможность определять действия компании с использованием ясных и убедительных доказательств<sup>7</sup>.

Зачастую конечный бенефициар, не имеющий соответствующих формальных полномочий, не заинтересован в раскрытии своего статуса контролирующего лица. Наоборот, он обычно скрывает наличие возможности оказывать влияние на компанию. Его отношения с организацией не регламентированы какими-либо нормативными или локальными актами, которые бы устанавливали соответствующие правила, стандарты поведения.

В подобных случаях в процессе доказывания по делам о привлечении к ответственности скрытых бенефициаров возникают объективные сложности как в результате отсутствия у заявителей в силу объективных причин прямых письменных доказательств, подтверждающих их доводы, так и в связи с нежеланием членом органов управления и иных контролирующих лиц раскрывать документы, отражающие их статус и реальное положение дел, что влечет за собой необходимость принимать во внимание совокупность согласующихся между собой косвенных доказательств, сформированную на основе анализа поведения упомянутых субъектов.

Несмотря на это, необходимо учитывать, что гражданско-правовая ответственность в отношении указанных бенефициаров является экстраординарным механизмом защиты нарушенных прав заинтересованных сторон, то есть исключением из принципа ограниченной ответственности участников и правила бизнес-решения менеджмента (защита добросовестного руководителя), поэтому по названной категории дел не может быть применен стандарт доказывания, применяемый в рядовых гражданско-правовых спорах.

Анализируется степень вовлеченности бенефициара, привлекаемого к ответственности, в процесс управления компанией, проводится проверка (судом), насколько значительным было его влияние на принятие существенных деловых решений относительно деятельности организации. Если сделки, изменившие экономическую и (или) юридическую судьбу заключены под влиянием лица, определившего существенные условия этих сделок, такое лицо подлежит признанию контролирующим<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Определение Верховного Суда РФ от 30.09.2019 № 305-ЭС16-18600.

<sup>8</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 24.03.2020 по делу № А40-30065/2016.

Как отмечают С. Бхагат и Г. Хаббард<sup>9</sup>, программы стимулирования (мотивации) являются важным звеном управления компанией в долгосрочной перспективе. Целью программы долгосрочного материального стимулирования менеджмента (членов совета директоров) является повышение их заинтересованности в увеличении акционерной стоимости.

Механизм реализации подобных программ является дифференцированным. В частности, в программе долгосрочной мотивации могут учитываться и распределяться фантомные (условные) акции, то есть за руководителем закрепляется право требования выплаты ему компанией денежной суммы, эквивалентной справедливой рыночной стоимости обыкновенной именной акции.

Выплата и величина вознаграждения зависит от успешных результатов компании: роста консолидированных финансовых показателей (в частности, увеличения стоимости акций или положительном значении показателя EBITDA).

Величина вознаграждения органу управления (с целью исключить возможные манипулирования с отчетностью) может быть поставлена в зависимость от ряда коэффициентов (коэффициента зависимости от чистой прибыли с учетом фактического исполнения бюджета доходов и расходов за финансовый год, текущей ликвидности, средневзвешенной цены акции и др.).

Для сближения финансовых интересов руководства с долгосрочными финансовыми интересами участников (акционеров) может быть использована опционная программа. Участие в опционной программе подразумевает получение материальной выгоды от увеличения стоимости акций, возможность получения которой стимулирует программы субъекта (руководителя, члена совета директоров) действовать в интересах участников (акционеров) и способствовать повышению акционерной стоимости. Причем в опционной программе может быть применен порядок расчетов с использованием «виртуальных акций», распределяемых между субъектами опционной программы, и механизм определения вознаграждения, исходя из размеров рыночной капитализации компании с использованием величины изменения средневзвешенной цены акций общества на торговых площадках.

Как отмечает М. Липтон<sup>10</sup>, существует потребность в убеждении менеджмента сфокусироваться на долгосрочном периоде с целью максимизации акционерной стоимости. Причем одним из способов такого фокусирования является согласование политики долгосрочного стимулирования на основе привязки к долгосрочной акционерной стоимости.

---

<sup>9</sup> Bhagat S., Hubbard G. Should the Modern Corporation Maximize Shareholder Value? // Working paper. University of Colorado. 2020, pp. 1–19.

<sup>10</sup> Lipton M. The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth // URL: <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.25960.16.pdf>

**S. Lutsenko** (e-mail: scorp\_ante@rambler.ru )

Expert, Corporate and Project Management Institute (Moscow);

Analyst, Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division  
of the Russian Academy of Sciences (Moscow)

## **ABOUT ECONOMIC STANDARDS OF BEHAVIOR OF PARTICIPANTS OF BUSINESS**

The author considers problem of balance of economic interests in the company in the long term. The business model is offered considering standards of behavior of management and shareholders. The possibilities are considered of long-term stimulation of management based on growth of shareholder value of the company.

**Keywords:** standard of behavior of management, business model, standard of behavior of the shareholder, long-term stimulation, the agency conflict, hidden beneficiary.

**DOI:** 10.31857/S020736760012171-7