

# Модель управления компанией с приоритетом акционеров: право на жизнь в российских реалиях



**С.И. Луценко**

ведущий эксперт Контрольного управления Президента Российской Федерации. Адрес: 103132, Российская Федерация, Москва, Старая площадь, 8/5. E-mail: scorp\_ante@rambler.ru



## Аннотация

В статье рассматривается и анализируется модель управления компанией с приоритетом со стороны акционеров. Целью автора является рассмотрение концепции управления компанией с приоритетом со стороны акционеров, а также ее анализ с точки зрения возможности использования в российских корпоративных реалиях. Модель приоритета акционера направлена на недопущение нарушений менеджментом обязанностей должной заботливости, справедливости и лояльности (нарушения своих фидуциарных обязанностей) и нанесения ущерба экономическим интересам акционеров и компании. Рассматриваемая модель управления создает возможность со стороны акционеров дисциплинировать руководство компании. Особенностью приоритета управления со стороны акционеров является наличие агентских взаимоотношений между принципалом–акционером и агентом–менеджментом. В статье также рассматриваются некоторые особенности взаимоотношений между самими собственниками. Модель приоритета со стороны акционеров позволяет не только налагать на менеджмент фидуциарные обязанности, но и следить за тем, чтобы последние следовали основному критерию — корпоративному благу. Корпоративный менеджмент, являясь агентом акционеров, обязан максимизировать доходность относительно инвестиций акционеров, в том числе в долгосрочной перспективе. Часто руководство компании действует недобросовестно, нарушая фидуциарные обязанности. Менеджмент стремится получить личную выгоду, используя различные механизмы. Акционер может использовать механизмы контроля над действиями управленцев с целью максимизации стоимости компании и проведения корпоративной политики в интересах собственников. Однако собственникам следует принимать во внимание, что для решения поставленных задач менеджмент необходимо стимулировать. Статья носит междисциплинарный характер, поскольку затрагивает особенности как корпоративного права, так и корпоративного управления, которое является составной частью корпоративных финансов как науки. Указанная модель управления компанией — с приоритетом со стороны акционеров (собственников) позволяет ее участникам (собственникам, менеджменту) определять форму сотрудничества (регулировать конфликты интересов), с целью достижения максимизации стоимости компании в долгосрочной перспективе.



## Ключевые слова

модель управления, менеджмент, акционер, корпоративное благо, агентская теория, благосостояние, приоритет акционера

Библиографическое описание: Луценко С.И. Модель управления компанией с приоритетом акционеров: право на жизнь в российских реалиях // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2015. № 4. С. 209–219.

JEL: G30, G38, K12, K20, K22, K42; УДК: 34

## Введение

Модель акционерного общества как специфической организационно-правовой формы коммерческой организации рассчитана на аккумуляцию значительных финансовых средств, в том числе средств физических лиц, которые, в свою очередь, ориентируются на инвестиционную привлекательность компании и преумножение своих вложений в капитал<sup>1</sup>. Причем собственники (акционеры), вкладывая средства в капитал компании, наделяются определенными полномочиями. Указанные полномочия позволяют им в целях достижения максимальной эффективности компании (в силу широкой дискреции при выборе экономической стратегии бизнеса) и рационального использования ресурсов как самостоятельно (в этом случае фидуциарные обязанности возлагаются на самих акционеров), так и под свою ответственность назначать (выбирать) менеджмент, которому доверяется управление компанией, ресурсы (активы) которой принадлежат собственнику (акционеру)<sup>2</sup>. Другими словами, Конституционный Суд Российской Федерации изначально определяет агентскую модель, ее участников и их полномочия и обязанности. Принципал-акционер вправе самостоятельно управлять компанией, и на него в этом случае налагаются фидуциарные обязанности должной заботливости, добросовестности и лояльности. Или же собственник (акционер) вправе делегировать свои полномочия агенту-менеджменту (исполнительному органу, совету директоров), который действует (управляет) от имени и в интересах принципала.

В других своих актах Конституционный Суд России формулирует агентскую проблему как конфликт между заинтересованными ее участниками (в данном случае между акционерами и менеджментом) и необходимость разделения права собственника на денежные потоки (экономические интересы) и контрольные права над менеджментом<sup>3</sup>. Тем самым Конституционный Суд также идентифицирует модель приоритета управления компанией со стороны акционеров (собственников). Кроме того, высший правоприменитель определяет конечную цель акционерного общества — достижение корпоративного блага: улучшение корпоративного управления и инвестиционной привлекательности, повышение биржевой стоимости акций.

Позиции Конституционного Суда Российской Федерации корреспондируют с позицией известных исследователей данной проблематики. В частности, Д. Миллон<sup>4</sup> отводит привилегированную роль акционерам в пределах корпорации. Он утверждает, что корпоративный менеджмент является агентом акционеров и обязан максимизировать доходность относительно инвестиций акционеров. Причем данная максимизация благосостояния собственников должна иметь место и в долгосрочной перспективе. Однако зачастую агенты (менеджмент) не действуют добросовестно и разумно относительно своих принципалов (нарушая фидуциарные обязанности), как если бы они это делали, когда работали на себя. Менеджмент стремится получить личную выгоду любыми путями. В частности, менеджмент компании совершает сделки с заинтересованностью с превышением полномочий без одобрения со стороны принципала (вывода активов из компании по заниженной стоимости); сделки с имуществом (векселями), обладаю-

<sup>1</sup> См.: Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 28 января 2010 г. № 2-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2010. № 3.

<sup>2</sup> См.: Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 15 марта 2005 г. № 3-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2005. № 3.

<sup>3</sup> См.: Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 02 ноября 2011 г. № 1486-О-О // СПС КонсультантПлюс.

<sup>4</sup> См.: *Millon D. Radical Shareholder Primacy // University of St. Thomas Law Journal. 2014. Vol.10. P. 1013.*

щим признаками подделки, подложности, с «фирмами-однодневками» (без получения реального исполнения) в ущерб акционерного общества и его собственникам; либо непосредственно получает незаконную личную выгоду путем начисления себе премий без утверждения уполномоченных органов и без учета выполнения показателей (результатов), в соответствии с финансовым планом компании<sup>5</sup>.

Неопределенность в отношении поведения менеджмента и расходы, которые вынуждены нести акционеры в попытках контролировать производительность руководства компании, были названы «агентскими затратами». В связи с этим одной из проблем, которая стоит перед акционерами, является минимизация агентских затрат с целью повышения собственного благосостояния. Л. Джонсон отмечает, что впервые понятие «управления компанией с приоритетом со стороны акционеров» появилось в работе Д. Миллона<sup>6</sup> и в их совместной работе<sup>7</sup>. Данные авторы рассматривали широкую дискрецию менеджмента и их политику, которая, в свою очередь, должна быть направлена исключительно на повышение благосостояния акционеров. Управление с позиции приоритета собственника инструктирует менеджмент с точки зрения дифференцирования интересов акционеров по отношению к конкурирующим интересам других заинтересованных участников (инвесторов, кредиторов)<sup>8</sup>.

В свою очередь национальный правоприменитель идентифицирует модель управления с приоритетом акционеров, отводя особую (привилегированную) роль не только крупным собственникам (акционерам), но и мелким. В частности, отмечается, что незаконное изъятие активов компании группой собственников (их привилегированной частью) лишает незаинтересованных акционеров (непривилегированной части) возможности принимать управленческие решения и получать выгоды от использования активов в своих интересах в будущем. Своими действиями заинтересованные акционеры нарушают баланс интересов участников корпоративных отношений, что является недопустимым<sup>9</sup>.

В другом деле правоприменитель формулирует приоритет управления компанией со стороны акционера как недопустимость действий со стороны члена правления (т.е. агента акционера) по заключению сделки (выплата значительных денежных средств при увольнении члена правления), в результате которых происходит снижение чистой прибыли общества, являющейся источником выплаты дивидендов. Право на получение дивидендов — одно из основных прав акционера. Исполнение оспариваемой сделки со стороны менеджмента повлечет убытки как для компании, так и для других акционеров, уменьшит чистые активы компании, от величины которой напрямую зависит цена акций, сократит сумму дивидендов<sup>10</sup>. Суд связывает приоритет акционера и действия

<sup>5</sup> См.: Постановление Арбитражного суда Московского округа от 19 декабря 2014 г. № Ф05-14689/2014 по делу № А40-87614/13-109-534; постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 26 сентября 2014 г. № Ф03-4221/2014 по делу № А51-29843/2013; постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 20 октября 2014 г. № 17АП-11842/2014-ГК по делу № А60-2531/2014 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>6</sup> См.: *Millon D. State Takeover Laws: A Rebirth of Corporation Law?* // *Washington and Lee Law Review*. 1988. Vol. 45. P. 917.

<sup>7</sup> См.: *Johnson L., Millon D. Misreading the Williams Act* // *Michigan Law Review*. 1989. Vol. 87. P. 1899.

<sup>8</sup> См.: *Johnson L., Millon D. The Case Beyond Time* // *The Business Lawyer*. 1990. Vol. 45. P. 2116; *Johnson L., Millon D. Corporate Takeovers and Corporate Law: Who's in Control?* // *The George Washington Law Review*. 1993. Vol. 61. P. 1179.

<sup>9</sup> См.: Постановление Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 02 ноября 2010 г. № 8366/10 по делу № А10-3714/2009 // *Вестник ВАС РФ*. 2011. № 2.

<sup>10</sup> См.: Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 15 апреля 2014 г. по делу № А58-872/2013 // СПС КонсультантПлюс.

менеджмента как агента в интересах принципала и в привязке к корпоративному благу компании (цена акций — величина полученных дивидендов). Преобладание собственника в управлении компанией является необходимым условием для достижения корпоративной цели компании<sup>11</sup>.

Автор анализирует модель управления компанией с приоритетом со стороны акционеров и изучает возможность использования собственниками своих управленческих полномочий с целью недопущения со стороны менеджмента девиантного поведения (отклонения от своих фидуциарных обязанностей) в ущерб экономическим интересам акционеров и компании. Такая концепция управления позволяет дисциплинировать управленческую команду и действовать в соответствии с критериями корпоративного блага. Выживанию концепции способствует, в числе прочих, правоприменительная практика не только высших, но и окружных судов. Данная статья является междисциплинарной — на стыке наук корпоративного права и корпоративного управления, которое, в свою очередь, является составляющей корпоративных финансов.

Д. Миллон определяет концепцию приоритета акционера как «автономию акционера»<sup>12</sup>. Другими словами, акционеры должны проявить волю, чтобы воздействовать на менеджмент с целью максимизации своих финансовых интересов или инициировать отставку менеджмента в случае невыполнения поставленных целей. С. Луценко<sup>13</sup> идентифицирует концепцию приоритета акционеров с помощью модели делового целеполагания легитимности действия менеджмента. За счет оставления определенной дискреции менеджменту, с последующим правом акционеров проводить мониторинг.

Конституционный Суд Российской Федерации интерпретирует приоритет собственника как участника деятельности компании в ее капитале посредством предоставления собственных денежных средств. Тем самым собственник вправе самостоятельно принимать управленческие решения и нести бремя заботы о своем благополучии, в силу которого он несет риск неэффективности экономической деятельности компании, в том числе посредством наделения менеджмента фидуциарными обязанностями и дискрецией в принятии решений<sup>14</sup>. Европейский Суд по правам человека идентифицирует концепцию приоритета акционера посредством правовой природы акции. Данная ценная бумага является комплексным имуществом и наделяет ее обладателя (акционера), в числе прочих, управленческими правами<sup>15</sup>.

В современных реалиях корпоративного права концепция приоритета акционера сталкивается с конкурирующей моделью управления компанией — с принципом приоритета директора (менеджмента), предложенным С.Бейнбриджем<sup>16</sup>. Согласно его концепции менеджмент компании (исполнительный орган, совет директоров) должен следовать критерию максимизации благосостояния акционера. Но при этом менеджмент обладает широким усмотрением относительно средств его достижения, и, в значительной степени, руководство является неуязвимым от прямого (непосредственного)

<sup>11</sup> См.: *Stout L. New Thinking on «Shareholder Primacy» // Working Paper. UCLA School of Law. 2011. P. 4.*

<sup>12</sup> См.: *Millon D. Radical Shareholder Primacy // University of St. Thomas Law Journal. 2014. Vol. 10. P. 1017.*

<sup>13</sup> См.: *Луценко С.И. Теории приоритета управления компанией: баланс интересов участников // Финансовый менеджмент. 2011. № 6. С. 48.*

<sup>14</sup> См.: Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 25 мая 2010 г. № 11-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2010. № 5.

<sup>15</sup> См.: Постановление Европейского Суда по правам человека от 25 июля 2002 г. по делу «Совтрансавто Холдинг» против Украины // Журнал российского права. 2003. № 9. С. 133–156.

<sup>16</sup> См.: *Bainbridge S. Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance // Northwestern University Law Review. 2003. Vol. 97. P. 547–606.*

контроля со стороны акционера. Другими словами, руководство компании, обладая широчайшими управленческими полномочиями и свободой выбора экономической стратегии, самостоятельно определяет управленческую политику при достижении роста благосостояния акционеров.

Тем не менее, в настоящей работе акцент будет смещен в пользу концепции управления со стороны акционеров, права собственников на влияние на корпоративное руководство и политику. Как отмечает Л. Бебчук<sup>17</sup>, акционеры должны обладать способностью требовать от менеджмента результата работы, который соответствует предпочтениям собственников.

Представленная работа разбивается на две части. В первой части рассмотрен генезис (зарождение и становление) модели управления приоритета со стороны акционеров. Во второй части автор пытается рассмотреть и оценить модель приоритета применительно к российским реалиям корпоративного управления.

## **Генезис модели (концепции) управления компанией с приоритетом со стороны акционеров**

Впервые особенности господства управления компанией со стороны акционеров были рассмотрены Д. Фишелем<sup>18</sup>. В его работе акцент смещен в сторону финансовых интересов собственника. Фишель учел предполагаемые агентские отношения для того, чтобы вменить фидуциарные обязанности менеджменту относительно максимизации благосостояния акционера. Он отмечает, что, в отличие от владельца бизнеса, который управляет компанией непосредственно, руководители крупных публичных корпораций не получают полного преимущества (удовлетворения) от своей трудной работы. Данное неизбежное расхождение между экономическими интересами менеджеров и акционеров влечет за собой затраты со стороны собственников при реализации контроля (мониторинга) за действиями руководства<sup>19</sup>. Фишель подчеркивает важность стимулирования менеджмента (в частности, через фондовые опционы), чтобы последний следовал цели — максимизации благосостояния акционеров<sup>20</sup>, поскольку надлежащее стимулирование руководства компании выравнивает экономические интересы менеджмента и акционеров.

Д. Фишель сформулировал агентскую идею, опираясь на работу М. Дженсена и У. Меклинга<sup>21</sup>. В свою очередь, М. Дженсен и У. Меклинг рассматривали отношения между принципалом и агентом не как правовые, а как экономические. Они определяют агентскую концепцию как связь собственников–принципалаов, которые нанимают на работу агента–руководителя, чтобы он выполнял услуги от их имени, делегируя агенту некоторые полномочия в принятии решений<sup>22</sup>. Надо отметить, что их позиция соответствует позиции правоприменителя, который заключает, что между компанией и

<sup>17</sup> См.: *Bebchuk L.* The Case for Shareholder Access to the Ballot // *The Business Lawyer*. 2003. Vol. 59. P. 43–66.

<sup>18</sup> См.: *Fischel D.* Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers // *Texas Law Review*. 1978. Vol. 57. P. 8.

<sup>19</sup> См.: *Ibid.* P. 8.

<sup>20</sup> См.: *Ibid.* P. 9.

<sup>21</sup> См.: *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.

<sup>22</sup> См.: *Ibid.*

советом директоров *отсутствуют трудовые и гражданско-правовые правоотношения*, поскольку член совета директоров оказывает услугу не обществу как хозяйствующему субъекту, а его акционерам, интересы которых он представляет<sup>23</sup>.

Итак, особенностью концепции управления компанией с приоритетом со стороны акционеров является система взаимоотношений между собственниками–принципалами и менеджментом–агентом. Данная позиция означает, что работа менеджмента состоит в том, чтобы действовать в интересах акционеров, используя свои управленческие полномочия. Как отмечает Д. Миллон<sup>24</sup>, основной обязанностью менеджмента–агента является максимизация благосостояния собственников относительно их инвестиций в корпорацию. Данная позиция Миллона корреспондирует с правовой позицией Верховного Суда штата Мичиган<sup>25</sup>. В частности, в деле «Dodge v. Ford Motor Co.» Суд отмечает, что целью создания и организации деятельности корпорации являются создание и максимизация благосостояния для ее акционеров. Дискреция менеджмента состоит в том, чтобы следовать на добросовестной и справедливой основе данной цели, в том числе в долгосрочной перспективе.

Акционерам необходимо учитывать риски, связанные с управлением компанией со стороны менеджмента. Данные риски связаны с тем, что агент не будет полностью посвящать себя интересам принципала. Более того, менеджмент–агент будет использовать свои полномочия, чтобы получить личную выгоду от управления корпоративными активами. Другими словами, принципал заработает меньше, чем он мог бы, если бы его агент работал добросовестно и ответственно. В связи с такой ситуацией собственники должны контролировать сделки, совершаемые со стороны менеджмента.

Ярким подтверждением агентских отношений и приоритет позиции акционера является правовая позиция Верховного Суда Российской Федерации, который отметил, что недопустимы нарушения, связанные с воспрепятствованием акционерам в реализации их права на участие в принятии решений, связанных с управлением обществом. При этом данное право принадлежит всем акционерам общества независимо от того, каким количеством акций они владеют. Более того, в данном решении Верховный Суд России определяет необходимость разделения права собственника на денежные потоки и его контрольные права над менеджментом<sup>26</sup>.

Тем самым, собственник–принципал, наделая фидуциарными обязанностями менеджмент как агента, должен предполагать, что он будет принимать и рискованные решения, которые в перспективе могут оказаться как экономически успешными, так и наоборот. То есть менеджмент может совершить сделку в личных интересах (выход за пределы управленческих полномочий), которая может повлечь выбытие активов (сокращение стоимости имущества), нарушая тем самым инвестиционные интересы акционеров<sup>27</sup>.

<sup>23</sup> См.: Постановление ФАС Московского округа от 24 марта 2006 г., 13 марта 2006 г. № КА-А40/1553-06 по делу № А40-33187/05-121-287 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>24</sup> См.: *Millon D. Radical Shareholder Primacy // University of St. Thomas Law Journal. 2014. Vol. 10. P. 1023.*

<sup>25</sup> См.: *Dodge v. Ford Motor Co. (170 N.W. 668 (Mich., 1986)) // URL: www.law.illinois.edu/aviram/Dodge.pdf (дата обращения: 27.02. 2015.)*

<sup>26</sup> См.: Определение Верховного Суда Российской Федерации от 29 декабря 2014 г. по делу № 308-ЭС14-1226, А25-304/2013 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>27</sup> См.: Постановление Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 06 марта 2012 г. № 12505/11 // Вестник ВАС РФ. 2012. № 6; Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 20 марта 2013 г. № ВАС-2813/13 по делу № А56-60825/2009 // СПС КонсультантПлюс.

Таким образом, национальное корпоративное законодательство должно отводить превалирующую роль собственникам компании с точки зрения их контроля и усмотрения в отношении менеджмента. Более того, как отмечает Л. Бебчук<sup>28</sup>, необходимо инициировать на законодательном уровне предоставление больших полномочий собственникам компании относительно инициирования структурных изменений в отношении равновесия сил между акционерами и менеджментом.

Однако чтобы требовать от менеджмента идеального выполнения трудовых обязанностей, акционеры должны обеспечить руководство надлежащими стимулами, благодаря которым последний действовал бы на благо акционеров. Порой необходимо учитывать и недобросовестность самих акционеров — в частности, получение каких-либо привилегий в компании со стороны мажоритарного собственника в связи с его доминирующим положением. В таких случаях правоприменитель отмечает, что все акционеры должны действовать слаженно, соблюдая правила корпоративной этики, осуществляя свою деятельность на доверии. Создание ситуации, при которой возникают внутрикорпоративные конфликты, когда одни акционеры необоснованно получают приоритет, является недопустимым. Необходимо решать все конфликты на основе демократических процедур, с помощью которых происходит согласование интересов между контролирующими (крупными) акционерами и мелкими акционерами<sup>29</sup>.

Итак, в основе теории управления приоритета со стороны акционера лежит агентская идея, которая позволяет четко разграничить участников по их статусу (принципал и агент), экономическим интересам, полномочиям. Агентская составляющая подразумевает вменение (наделение) менеджмента фидуциарными обязанностями. В случае нарушения экономических интересов акционеров (вывод активов, занижение их стоимости, превышение полномочий) со стороны менеджмента необходимо активно реагировать на них, используя механизмы контроля (мониторинга), инициирования судебных тяжб, обращения в квазисудебные органы с целью восстановления нарушенных прав и законных интересов.

## **Модель приоритета управление компанией со стороны акционеров в российских реалиях**

В современных российских реалиях корпоративного управления Конституционный Суд России отводит особую роль акционерам. В частности, отмечается, что в структуре органов управления акционерным обществом совет директоров осуществляет общее руководство компанией. Данный орган определяет приоритетные направления деятельности, вопросы, связанные с проведением общего собрания акционеров, образует исполнительный орган общества, в том числе контролирует деятельность исполнительного органа в интересах акционеров<sup>30</sup>. Другими словами, совет директоров, исполнительный орган (менеджмент) являются агентом акционеров — принципала. Действия агента должны быть направлены на продвижение экономических интересов принципала (в том числе, максимизации благосостояния собственников и достижению корпоративного блага). Совет директоров и исполнительный орган в силу корпоративного

<sup>28</sup> См.: *Bebchuk L. The Case for Increasing Shareholder Power // Harvard Law Review. 2005. Vol. 118. P. 833.*

<sup>29</sup> См.: Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 24 февраля 2004 г. № 3-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2004. № 2; Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 29 июля 2013 г. № 15АП-9813/2013 по делу № А53-3054/2013 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>30</sup> См.: Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 18 января 2011 г. № 8-О-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2011. № 6.

права являются органами акционерного общества и не имеют отдельного местонахождения<sup>31</sup>, и, следовательно, их действия должны быть направлены на наиболее эффективное использование активов в интересах акционеров<sup>32</sup>.

Позиция российского правоприменителя корреспондирует с правовой позицией Верховного суда штата Делавэр. В частности, в деле «Ebay Domestic Holdings, Inc. v. Craig Newmark»<sup>33</sup> Суд отмечает, что целью менеджмента, который наделен фидуциарными обязанностями, является капитализация стоимости компании в интересах ее акционеров. Более того, в деле «Katz v. Oak Industries Inc.»<sup>34</sup> суд заключает, что обязательство менеджмента состоит в том, чтобы в рамках действующего законодательства максимизировать экономические интересы акционеров в долгосрочной перспективе.

Как напоминают Д. Армур и Д. Гордон<sup>35</sup>, максимизация благосостояния акционера зависит от биржевой стоимости акции. Менеджмент компании должен искать пути повышения цены акции (акционерной стоимости). Другими словами, акционерная стоимость является ответом на агентскую проблему между менеджерами и собственниками. Данную точку зрения разделяют также Г. Хансманн и Р. Краакман<sup>36</sup>, отмечая, что обязанность (ответственность) менеджмента состоит в достижении максимизации благосостояния акционера и, что проблема агентских затрат, является центральной проблемой для корпоративного права. Аналогичной позиции придерживается российский правоприменитель, заключая, что акционерная стоимость (чистые активы) зависит от цены акций и соответственно влияет на благосостояние акционеров<sup>37</sup>.

Таким образом, модель приоритета со стороны акционеров имеет право на жизнь в российских реалиях. При этом необходимо снова отметить, что акционерное общество зарегистрировано и действует прежде всего в интересах акционеров. Полномочия менеджмента состоят в том, чтобы продвигать интересы собственников (максимизация благосостояния акционеров и достижение критерия корпоративного блага). В свою очередь, дискреция директоров должна быть направлена на выбор средств достижения благосостояния акционеров (критерия корпоративного блага), а не в личных интересах руководства. Внутри компании необходимо также учитывать экономические интересы мелких акционеров. Недопустимы ситуации, в которых мажоритарный собственник использует активы компании в личных интересах (выводит из компании имущество, причем по многократно заниженной стоимости, в аффилированные компании)<sup>38</sup>, или в

<sup>31</sup> См.: Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 05 февраля 2014 г. № 09АП-44672/2013 по делу № А40-120420/13 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>32</sup> См.: Постановление ФАС Поволжского округа от 15 марта 2010 г. № А65-785/2009 // СПС КонсультантПлюс; Постановление Третьего арбитражного апелляционного суда от 27 августа 2009 г. № А74-1889/2008-03АП-3889/2008-03АП-21/2009 по делу № А74-1889/2008 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>33</sup> См.: «Ebay Domestic Holdings, Inc. v. Craig Newmark» (16 A.3d 1 (2010)) // URL: <http://caselaw.findlaw.com/de-supreme-court/1558886.html> (дата обращения: 27.01.2015 г.)

<sup>34</sup> См.: Katz v. Oak Industries Inc. (508 A.2d 873 (Del. 1986)) // URL: [www.law.illinois.edu/aviram/Katz.pdf](http://www.law.illinois.edu/aviram/Katz.pdf) (дата обращения: 27.01.2015 г.)

<sup>35</sup> См.: Armour J., Gordon J. Systemic Harms and Shareholder Value // Journal of Legal Analysis. 2014. Vol. 6. P. 35–36.

<sup>36</sup> См.: Hansmann H., Kraakman R. The End of History for Corporate Law // Working Paper. Harvard Law School Cambridge. 2000. P. 11.

<sup>37</sup> См.: Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 15 апреля 2014 г. по делу № А58-872/2013 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>38</sup> См.: Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 01 марта 2013 г. № ВАС-1501/13 по делу А46-15554/2011 // СПС КонсультантПлюс.



сговоре с органами управления (советом директоров) ставит себя в привилегированное положение по отношению к другим акционерам<sup>39</sup>. Модель приоритета со стороны акционеров должна служить интересам миноритарных собственников и не допускать ситуаций, в которых контролирующий акционер осознанно и целенаправленно препятствует реализации прав мелким акционером на управление обществом.

Подводя промежуточные итоги, необходимо отметить, что модель управления компанией со стороны акционеров основывается на агентской теории. В свою очередь, основной причиной агентских конфликтов между менеджментом и акционерами является акционерная стоимость, которая, в конечном итоге, влияет на благосостояние собственников. Собственник может использовать механизмы контроля и влияния на политику руководства с целью максимизации благосостояния. Однако акционерам необходимо учитывать, что для достижения корпоративного блага менеджмент необходимо стимулировать (опционы, бонусы), чтобы выровнять экономические интересы двух сторон.

## Заключение

Следует подчеркнуть, что действующая судебная практика определила (сформировала) контуры модели управления компанией со стороны акционеров. В частности, были сформулированы отношения между менеджментом и акционерами как агентские, определена цель руководства с наделением его фидуциарными обязанностями должной заботливости, разумности и лояльности, сформулирована роль менеджмента — проведение политики в интересах акционеров (максимизация благосостояния собственников). Кроме того, правоприменитель отметил, что своего рода агентские отношения действуют между мажоритарным и миноритарным собственниками с целью недопущения нарушения экономических интересов мелких акционеров. Агентский конфликт разрешим, когда происходит четкое разделение права собственника на денежные потоки (экономические интересы) и контрольные права над менеджментом<sup>40</sup>. Таким образом, можно говорить о практической реализации модели приоритета со стороны акционеров в российских корпоративных реалиях.



## Библиография

Луценко С.И. Теории приоритета управления компанией: баланс интересов участников // Финансовый менеджмент. 2011. № 6. С. 45–51.

Armour J., Gordon J. Systemic Harms and Shareholder Value // Journal of Legal Analysis. 2014. Vol. 6. P. 35–85.

Bainbridge S. Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance // Northwestern University Law Review. 2003. Vol. 97. P. 547–606.

Bebchuk L. The Case for Shareholder Access to the Ballot // Business Lawyer. 2003. Vol. 59. P. 43–66.

Bebchuk L. The Case for Increasing Shareholder Power // Harvard Law Review. 2005. Vol. 118. P. 833–914.

Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York: MacMillan, 1932. 414 p.

Fischel D. Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers // Texas Law Review. 1978. Vol. 57. P. 1–46.

<sup>39</sup> См.: Постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 25 ноября 2014 г. № 07АП-10253/2014 по делу № А45-17358/2014 // СПС КонсультантПлюс.

<sup>40</sup> См.: Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York, 1932. P. 69.

Hansmann H., Kraakman R. The End of History for Corporate Law // Working Paper. Harvard Law School. Cambridge, 2000. P. 1–34.

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.

Johnson L., Millon D. Misreading the Williams Act // Michigan Law Review. 1989. Vol. 87. P. 1862–1923.

Johnson L., Millon D. The Case Beyond Time // Business Lawyer. 1990. Vol. 45. P. 2105–2125.

Johnson L., Millon D. Corporate Takeovers and Corporate Law: Who's in Control? // The George Washington Law Review. 1993. Vol. 61. P. 1177–1211.

Millon D. State Takeover Laws: A Rebirth of Corporation Law? // Washington and Lee Law Review. 1988. Vol. 45. P. 903–934.

Millon D. Radical Shareholder Primacy // University of St. Thomas Law Journal. 2014. Vol. 10. P. 1013–1044.

Stout L. New Thinking on «Shareholder Primacy» // Working Paper. UCLA School of Law. 2011. P. 1–28.

---

## Corporate Governance with Shareholder Primacy: Right for Life in the Russian Realities



**Sergei I. Lutsenko**

Leading expert, Control Department, Administration of the President of the Russian Federation. Address: 8/5 Staraya Square, Moscow 103132, Russian Federation. E-mail: scorp\_ante@rambler.ru



### Abstract

The paper considers and examines the model of corporate governance with shareholder primacy. The aim of the paper is to study the concept of management by the company with shareholder primacy and analyze from this point of view the possibility to use it Russia's corporate environment. The model of shareholder primacy aims to prevent as to the management the breach of obligations, fairness and loyalty (infringement of the fiduciary duties) and damage to economic interests of shareholders and the company. The considered model of management gives to shareholders a possibility to influence upon company management. A feature of the model of corporate governance with shareholder primacy is availability of agency relations between the principal, who is the shareholder, and its agent, management. The paper considers some features of relations between shareholders. The model of corporate governance with shareholder primacy allows not only to impose fiduciary duties on management, but to watch that the latter follows the basic criterion — to the best interests of the corporation. Corporate management being the agent of shareholders — is obliged to maximize return of investments of shareholders including in long-term prospect. Increasingly, the company management does not act fair, violating fiduciary duties. Management aspires to receive personal benefit using various mechanisms. The shareholder can use certain mechanisms of the control of actions of managers for the purpose of firm value maximization and carrying out a corporate policy in the interests of shareholders. However, shareholders should consider that to achieve the tasks, it is necessary to incite management. The presented work is interdisciplinary as is connected not only with corporate law, but with corporate governance which is a component of a science of the corporate finance. At last, the presented model of corporate governance with shareholder primacy allows its participants (shareholders, management) to determine the form to co-operate (to resolve conflicts of interests), to achieve firm value maximization in the long-term prospect.



### Keywords

model of corporate governance, management, shareholder, the best interests of corporation, agency theory, shareholder wealth, shareholder primacy.

Citation: Lutsenko S.I. (2015) Corporate Governance with Shareholder Primacy: Right for Life in the Russian Realities. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki*, no 4, pp. 209–219 (in Russian)



## References

- Armour J., Gordon J. (2014) Systemic Harms and Shareholder Value. *The Journal of Legal Analysis*, vol. 6, p. 35–85.
- Bainbridge S. (2003) Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review*, vol. 97, p. 547–606 .
- Bebchuk L. (2003) The Case for Shareholder Access to the Ballot. *The Business Lawyer*, vol. 59, p. 43–66.
- Bebchuk L. (2005) The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, vol. 118, p. 833–914.
- Berle A., Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, p. 414.
- Fischel D. (1978) Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers. *Texas Law Review*, vol. 57, p. 1–46.
- Hansmann H., Kraakman R. (2000) The End of History for Corporate Law. Working Paper. Harvard Law School. Cambridge, p. 1–34.
- Jensen M., Meckling W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305–360.
- Johnson L., Millon D. (1989) Misreading the Williams Act. *Michigan Law Review*, vol. 87, p. 1862–1923.
- Johnson L., Millon D. (1990) The Case Beyond Time. *The Business Lawyer*, vol. 45, p. 2105–2125.
- Johnson L., Millon D. (1993) Corporate Takeovers and Corporate Law: Who's in Control? *The George Washington Law Review*, vol. 61, p. 1177–1211.
- Lutsenko S.I. (2011) Teorii prioriteta upravleniia kompaniei: balans interesov uchastnikov [Theories of Priorities in Managing a Company: Balance of Interests]. *Finansovyi menedzhment*, no 6, p. 15–20 (in Russian)
- Millon D. (1988) State Takeover Laws: A Rebirth of Corporation Law? *Washington and Lee Law Review*, vol. 45, p. 903–934.
- Millon D. (2014) Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*, vol. 10, p. 1013–1044.
- Stout L. (2011) New Thinking on «Shareholder Primacy». Working Paper. UCLA School of Law, p. 1–28.