

Луценко Сергей Иванович —

эксперт НИИ Корпоративного и проектного управления, аналитик Института экономических стратегий.

Sergei I. Lutsenko —

The Corporate and Project Management Institute.

Институт фидуции как инструмент исцеления в корпоративном управлении

На директорат (менеджмент, совет директоров) возлагается руководство компанией, что предполагает его ответственность за реализацию целей, стратегии и политики. Директорат обязан служить интересам компании, способствовать обеспечению получения дивидендов ее акционерами, а также капитализации стоимости акционерного общества. Для обеспечения качественного исполнения обязательств перед акционерами и самой компанией на органы управления налагаются фидуциарные обязанности должной заботливости и осмотрительности. Поскольку невозможно учесть все обстоятельства, которые могут иметь место в будущем (проблема неполного контракта), директорат обладает широкими полномочиями по управлению активами компании. Его работа должна быть организована таким образом, чтобы исключить недоверие к нему со стороны акционеров. Институт фидуции (доверия) позволяет предъявлять (соотносить) высокие требования кличностным и профессиональным качествам управленцев относительно интересов собственников, а также существующих в компа-

нии процедур эффективного контроля со стороны акционеров (собственников).

Правоприменитель обращает внимание на то, что фидуциарные принципы, которые налагаются на органы управления, связаны с интересами акционеров и компании, чтобы исключить возможность оказания какого-либо постороннего влияния на руководство с целью спровоцировать его на совершение действия или принятие решений в ущерб указанным интересам¹.

Другими словами, правоприменитель, определяя природу фидуциарных отношений, пытается решить проблемы неполного контракта (негативные непредвиденные обстоятельства, которые могут возникнуть в будущем). Руководство компании (менеджмент, совет директоров) априори приняло на себя фидуциарные обязательства действовать исключительно в интересах акционеров и компании.

Конституционный суд Российской Федерации в своем постановлении от 15 марта 2005 г.

УДК 347

JEL classification: G30, G38, K20, K22, K42

В статье анализируются фидуциарные принципы, которые позволяют смягчить конфликт интересов между управленческими органами и собственниками компании. Автор рассматривает институт фидуции как один из способов решения агентской проблемы или проблемы «принципал-агент». Наложение фидуциарных обязанностей на руководство (менеджмент, совет директоров) позволяет оценивать вклад управленческого органа в результат деятельности компании, идентифицировать неправомерные действия директората (получение личной ренты, совершение заведомо убыточных сделок).

Ключевые слова

Фидуциарные обязанности, агентская проблема, менеджмент, совет директоров, собственник, добросовестность, разумность.



№ 3-П отмечает, что, выступая от имени организации, руководитель должен действовать в ее интересах с должной заботливостью и осмотрительностью, поскольку от качества его работы во многом зависит соответствие результатов деятельности организации заявленным целям, ради достижения которых она создавалась, сохранность ее имущества, а зачастую и само существование организации. Кроме того, одним из необходимых условий успешного сотрудничества акционера с директоратом является доверительность в отношениях между ними. Конституционный суд оценивает успешность развития компании через призму фидуциарных отношений между ее участниками, а также отмечает роль взаимного сотрудничества (принцип командного производства).

Особенности применения фидуциарных принципов в корпоративном управлении были сформулированы и американским правоприменителем. В частности, Верховным судом штата Делавэр в деле *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.* (637 A.2d 34, от 4 февраля 1994 г.)

отмечалось, что руководство компании, чтобы должным образом сфокусироваться на основной цели компании — максимизации акционерной стоимости, — обязано нести фидуциарные обязанности перед акционерами. Причем фидуциарная обязанность лояльности требует недопущения конфликта интересов между компанией и личной выгодой со стороны органа управления (Верховный суд штата Делавэр по делу *Guth et al. v. Loft Inc.* (5 A.2d 503, от 11 апреля 1939 г.)).

С другой стороны, необходимо учитывать, что в процессе хозяйственной деятельности публичной компании сталкиваются интересы менеджмента и акционеров, поскольку завышенные выплаты руководству компании (необоснованные вознаграждения, которые не зависят от результата работы компании и личного вклада управленца) нарушают экономические интересы акционеров (поскольку данные выплаты фактически вымывают из организации активы) и компании². Более того, неправомерное поведение управленческого органа нарушает принцип командного производства (взаимного сотруд-

The Institute of Fiducia as the Healing Tool in Corporate Governance

In the presented clause analyzes fiduciary principles which allow to soften the conflict of interests between organs of government and shareholders of the company. The author considers the institute of fiducia as one of methods of the decision of an agency problem or a problem «principal-agent». Imposing of fiduciary duties on a management (management, board of directors) allows to estimate the contribution of body of government to result of activity of the company to identify wrongful acts of management (reception of personal rents, fulfillment of obviously unprofitable transactions).

Keywords

Fiduciary duties, agency problem, management, board of directors, shareholder, good faith, reasonableness.

ничества между участниками, которое направлено на благо компании с учетом личного вклада каждого из них). Порой члены органов управления, чтобы прикрыть свои недобросовестные действия, игнорируя фидуциарные принципы, совершают провокационные действия — создают искусственные конфликты между самими акционерами, причем манипулирование со стороны органов управления связано с экономическими интересами собственников³.

➤ Институт фидуции несет в себе превентивный фактор недопущения разрушения акционерной стоимости органами управления.



Институт фидуции позволяет выявлять агентскую проблему или проблему «принцип-агент». Агентская проблема возникает, когда одно лицо, принципал (акционер), нанимает другое лицо, агента (менеджмент), в силу наличия профессиональных особенностей, навыков и опыта у последнего. Получая карт-бланш в управлении, агент начинает совершать сделки в личных интересах (*self-dealing*). В таких случаях принципал вынужден принимать определенные меры (проводить экспертизу, инициировать судопроизводство) в отношении агента, поскольку действия последнего затрагивают благосостояние акционера. Делегируя полномочия агенту, принципал получает преимущество — он освобожден от управления компанией. Но данное преимущество имеет обратную сторону. Агент в условиях широкой дискреции может злоупотреблять доверием собственника (получать личные выгоды в ущерб интересам компании — конфликт интересов). Потери и неэффективность, следующие из несоответствия интересов принципала и агента, называют агентскими затратами [1].

Всякий раз, когда директорат нарушает фидуциарные обязанности (добросовестности, разумности, осмотрительности), совершая сделки в личных интересах, ему будет вменяться гражданско-правовая ответственность. Правоприменитель проводит связь между конфликтом интересов акционеров и менеджмента (агентская проблема) и нарушением фидуциарных обязанностей со стороны органов управления⁴. В то же время необходимо учитывать недостаточное влияние отдельных акционеров на принимаемые компанией управленческие решения, которое зависит от доли участия. Тем не менее такая слабость собственника компенсируется его правом на отыскание (идентификацию) убытков, причиненных компании органами управления⁵.

В любом случае институт фидуции несет в себе превентивный фактор недопущения разрушения акционерной стоимости органами управления [2, р. 198].

Средством снижения градуса агентской проблемы может быть мотивационная политика компании относительно органов управления (менеджмента, совета директоров), в частности стимулирование (создание разумного механизма поощрения) управленцев. Причем данный механизм должен соотноситься с долгосрочными интересами компании (стратегиями и бизнес-планами). Более того, вклад каждого члена управленческой команды в конечный результат

➤ Необходимо сформировать «командный дух» в парадигме командного производства, где «агент-руководитель» наделен фидуциарными обязанностями и вносит свой вклад в стоимость компании посредством сотрудничества не только с акционерами, но и с другими служащими.

(увеличение акционерной стоимости, чистой прибыли) соотносится с институтом фидуции⁶. Формирование прозрачной и разумной политикой выплат вознаграждений в отношении руководства компании позволяет снизить агентские затраты.

Отдельно хотелось бы обратить внимание на политику выплат вознаграждений членам органов управления в энергетических компаниях, поскольку зачастую представленные необоснованные (неправомерные) механизмы стимулирования влияют на величину тарифа на услуги энергоснабжения (незаконное завышение).

В частности, в положении о вознаграждениях и компенсациях членам совета директоров крупных публичных компаний в электроэнергетике в качестве одной из составляющих выплат фигурировал определенный *процент от суммы выручки, перечисленный в фонд (резерв) сомнительных долгов за предыдущий отчетный период. Данное обстоятельство в положении о выплате не имеет под собой разумной экономической основы и влечет за собой экономический ущерб как для акционеров, так и для публичной компании в целом, поскольку компания в лице совета директоров принимают обязательство осуществить определенные выплаты независимо от результатов финансово-хозяйственной деятельности организации (без учета наличия чистой прибыли) по итогам года.* Кроме того, данный механизм выплат вознаграждений не учитывает вклад каждого члена совета директоров в конечный результат компании⁷.

Итак, политика вознаграждений в энергетических компаниях (равно как и в иных компаниях) должна учитывать показатели чистой прибыли по итогам года, поскольку деятельность руководства (в частности, совета директоров), конечной целью которой является увеличение акционерной стоимости, связана с выполнением им управленческих функций. Другими словами, должна существовать корреляция между вкладом члена совета директоров и полученной чистой прибылью компании⁸.

Другим свидетельством неразумности политики вознаграждений в энергетических компаниях является вывод за скобки акционеров при принятии управленческих решений (отстранение их от решения вопроса о выплате членам совета директоров), в частности установление в ряде компаний энергоснабжения такого критерия оценки, как средневзвешенная стоимость обыкновенных акций за весь период работы членом совета директоров по сравнению со средневзвешенной стоимостью данных акций за весь предыдущий период работы членом совета (шести месяцев, предшествовавших расчетной дате). Определение размера вознаграждения и его выплата в соответствии с данным механизмом не зависят от волеизъявления акционеров и связаны исключительно с динамикой рыночной капитализации общества. Иное означало бы фактическое отстранение акционеров от решения вопроса о выплате вознаграждения назначенным ими членам совета директоров и невозможность для них повлиять на размер этого вознаграждения⁹. Данная ситуация создает почву для злоупотреблений со стороны органов управления (в частности, владение инсайдерской информацией может спровоцировать рост котировок акций или, напротив, их понижение при отсутствии реального вклада со стороны члена органа управления в конечный результат), а также нарушения фидуциарных обязательств. Эта ситуация является недопустимой по одной простой причине. У акционера, осуществившего вложение в ценные бумаги (акции), возникает естественный интерес к судьбе своих вложений (финансовый интерес), то есть он хочет получать сведения о деятельности компании, проверять обоснованность прогнозов относительно прироста цены акции, контролировать причитающийся по его акциям доход и т.п.¹⁰

Повторюсь, политика долгосрочного материального поощрения компании (например, в форме «фантомных условных акций», которые привязаны к стоимости компании) должна быть направлена на повышение заинтересованности ее руководства в увеличении чистой прибыли, акционерной стоимости и рыночной капитализации. Одним из условий выплаты мате-

риального поощрения является эффективность деятельности работника и достижение компанией положительного экономического результата в целом¹¹. Необходимо сформировать «командный дух» в парадигме командного производства, где агент-руководитель наделен фидуциарными обязанностями и вносит свой вклад в стоимость компании посредством сотрудничества не только с акционерами, но и с другими служащими.

Если политика вознаграждения акционерного общества (в особенности градообразующего) основана не на конечном финансовом результате, а на таких показателях, как выручка, среднесписочная численность работников¹², это может привести к «казусу Пикалево», поскольку поощрение руководства компании зависит не от ее прибыли, а от банального уменьшения расходов посредством сокращения численности работников в условиях наличия устойчивого платежеспособного спроса на продукцию компании.

➤ Фидуциарные принципы разрешают проблему неполного контракта.

Разрешение агентской проблемы возможно с помощью модели делового целеполагания легитимности органов управления [3]. Предоставив широкую дискрецию директорату, акционеры в дальнейшем имеют право проводить мониторинг в отношении правомерности действий (совершения сделок) руководства компании. Представленная модель согласуется с фидуциарными принципами. Кроме того, она позволяет сдерживать неумные аппетиты управленцев, как, собственно, и институт фидуции. Руководитель вынужден действовать в интересах акционеров и компании, так как он несет ответственность за свои незаконные действия [4].

Идентифицировать действия (бездействие) органов управления на предмет легитимности можно посредством действительной воли директората с учетом его цели, принимая во внимание все соответствующие обстоятельства, включая предшествующие переговоры и переписку, обычаи делового оборота¹³. Позиция Конституционного суда позволяет вывести некую модель, с помощью которой можно оценивать политику органов управления (действуют ли они в интересах собственников), также применимую к фидуциарным принципам.

Еще раз необходимо обратить внимание на сдерживающую особенность института фидуции, поскольку зачастую менеджмент компании превышает свои полномочия (без одобрения уполномоченных органов) в отношении распоряжения активами компании, выплачивает себе премии, не получив согласия (одобрения) акционеров, неправомерно расходует средства, нанося убытки компании¹⁴. В данном случае фидуциарные принципы позволили правоприменителю оценить сложившиеся обстоятельства и определить, действовал ли руководитель в соответствии с согласованными сторонами условиями (имеется в виду согласование с акционерами компании), могли ли акционеры ожидать наступления этих обстоятельств. Как отмечает Роберт Ситкофф [2, р. 202], институт фидуции минимизирует трансакционные затраты. Вместо того чтобы попытаться заранее нивелировать некоторые события, которые могут наступить в будущем, стороны должны только указать те непредвиденные обстоятельства, которые важны и достаточно вероятны. Чтобы получить личную выгоду, руководство компании стремится совершать притворные сделки без одобрения акционеров с целью вывода имущества компании. Посредством последовательно заключенных сделок с активами компании, участниками которых являются заинтересованные лица (директором и членами совета директоров), реализуются притворные сделки, совершенные с целью прикрыть сделку по отчуждению активов (без официальной процедуры одобрения акционерами). Фактическим выгодоприобретателем является руководитель¹⁵. При таких обстоятельствах именно фидуциарные принципы позволяют оценить поведенческую модель руководства компании (действовало ли оно в интересах принципала).

Таким образом, институт фидуции обеспечивает участников «дорожной картой» в отношении их стратегического поведения (согласование долгосрочных интересов акционеров и органов управления). Фидуциарные принципы разрешают проблему неполного контракта. Кроме того, в условиях некоторой закрытости политики управленческих органов от акционеров создается ситуация информационной асимметрии [5]. В такой ситуации у руководства компании велик соблазн получать личную ренту (личное обогащение). Институт фидуции позволяет нивелировать данный разрыв, поскольку он несет в себе функцию недопущения (предупреждения) разрушения акци-

онерной стоимости. Наконец, фидуциарные принципы являются своего рода инструментом исцеления в корпоративном управлении от недобросовестных действий со стороны директора.

BC

ПЭС 15104 / 02.09.2015

Примечания

1. Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 19 октября 2009 г. № 08АП-6149/2009 по делу № А70-4379/2009.

2. Определение Верховного суда Российской Федерации от 30 марта 2015 г. № 307-ЭС14-8853 по делу № А56-31942/2013.

3. Постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 25 ноября 2014 г. № 07АП-10253/2014 по делу № А45-17358/2014.

4. Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 12 мая 2012 г. по делу № А70-11950/2011.

5. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 20 марта 2014 г. № 09АП-5606/2014, 09АП-5628/2014 по делу № А40-56137/2013.

6. Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 13 июля 2015 г. № 13АП-10905/2015 по делу № А56-80632/2014.

7. Определение Верховного суда Российской Федерации от 10 апреля 2015 г. № 47-ПЭК15 по делу № А25-304/2013.

8. Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 24 сентября 2010 г. по делу № А75-11856/2009, постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 29 апреля 2011 г. № 09АП-7031/2011 по делу № А40-120960/10-62-1076, постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 15 октября 2009 г. № 07АП-7607/09 по делу № А45-9453/2009.

9. Постановление ФАС Поволжского округа от 12 августа 2010 г. по делу № А06-7624/2009.

10. Постановление Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 18 июня 2013 г. № 3221/13 по делу № А40-50320/12-138-470.

11. Апелляционное определение Московского городского суда от 28 января 2015 г. по делу № 33-2428.

12. Постановление Третьего арбитражного апелляционного суда от 11 октября 2013 г. по делу № А33-3661/2013.

13. Определение Конституционного суда Российской Федерации от 4 декабря 2003 г. № 441-О.



14. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 16 июля 2015 г. № Ф05-7322/2014 по делу № А40-100331/13, постановление Арбитражного суда Северо-Западного округа от 8 июля 2015 г. № Ф07-2558/2015 по делу № А56-39553/2014.

15. Постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 6 июля 2015 г. № Ф03-2580/2015 по делу № А59-1614/2014.

Источники

1. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. P. 308.

2. Sitkoff R. An Economic Theory of Fiduciary Law. *Philosophical Foundations of Fiduciary Law* / Edit. Gold A., Miller P. // Oxford University Press. 2014.

3. Луценко С.И. Теории приоритета управления компанией: баланс интересов участников // *Финансовый менеджмент*. 2011. № 6. С. 48.

4. Easterbrook F., Fischel D. Corporate Control Transactions // *Yale Law Journal*. 1982. Vol. 91. P. 702.

5. Луценко С.И. Директорат versus собственников: когнитивный диссонанс или баланс интересов между участниками компании // *Право. Журнал Высшей школы экономики*. 2015. № 1. С. 204.

References

1. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, p. 308.

2. Sitkoff R. *An Economic Theory of Fiduciary Law. Philosophical Foundations of Fiduciary Law*. Edit. Gold A., Miller P. Oxford University Press, 2014.

3. Lutsenko S.I. Teorii prioriteta upravleniya kompaniei: balans interesov uchastnikov [Theories of the Company Management Priority: Balancing the Participants' Interests]. *Finansovyi menedzhment*, 2011, no 6, p. 48.

4. Easterbrook F., Fischel D. Corporate Control Transactions. *Yale Law Journal*, 1982, vol. 91, p. 702.

5. Lutsenko S.I. Direktorat versus sobstvennikov: kognitivnyi dissonans ili balans interesov mezhdru uchastnikami kompanii [Directorate Versus Owners: Cognitive Dissonance or a Balance of Interests Between the Company Participants]. *Pravo, Zhurnal Vyshei shkoly ekonomiki*, 2015, no 1, p. 204.