



С. И. ЛУЦЕНКО
 Ведущий эксперт Кон-
 трольного управления
 Президента Российской
 Федерации.
 Область научных инте-
 ресов: корпоративное
 управление, финанси-
 рование компаний.

E-mail:
 scorp_ante@rambler.ru

В статье рассматриваются особенности корпоративного управления со стороны совета директоров с точки зрения эффективности принятия решений, нивелирования конфликтов между акционерами, реализации инвестирования в компанию. Взаимоотношения между советом директоров и акционерами охарактеризованы с точки зрения принятия эффективных управленческих решений. Анализируется один из инструментов мотивации для совета директоров – опционные программы, которые помогают принимать эффективные решения. В российских правовых реалиях реализация опционных программ порой является затруднительной задачей. Кроме того, рассматриваются основные причины нарушения со стороны контролирующих акционеров: несовершенство национального корпоративного законодательства, неэффективность управления со стороны совета директоров. Автор отмечает, что, используя свои управленческие полномочия (дискрецию), директорат компании способен эффективно управлять компанией, своевременно информировать собственников о предстоящих стратегических деловых решениях. Тем самым он позволяет добросовестным собственникам предвидеть хищнические настроения со стороны, прежде всего, крупных акционеров и разрешать корпоративные конфликты. Разрешение агентской проблемы достигается с помощью оптимизации структуры капитала компании. Разрешение агентской проблемы (хотя бы ее смягчение) позволит совету директоров принимать более эффективные решения, в том числе связанные с привлечением инвестиций в компанию. В конце концов, инвесторы выстраивают свою политику с компанией на доверительной основе, отдавая приоритет той, которая управляется сильным директоратом.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

акционер, конфликт, корпоративный контроль, компенсационные выплаты, совет директоров.

Риски управления компанией со стороны совета директоров

Введение

Как правило, в публичной компании с размытой (дисперсной) структурой акционерного капитала акционерам трудно контролировать действия совета директоров, в том числе в условиях неэффективного управления. Например, в американских публичных корпорациях акционеры оказываются в зависимости от совета директоров [Berle A., Means G., 1932]. Для любых публичных компаний типична неустойчивость менеджмента (единоличного исполнительного органа). Так

как руководители обладают большей информацией о деятельности компании, чем акционеры, они не всегда стремятся оптимизировать структуру капитала. Как результат, реализуется агентская проблема – конфликт интересов между агентом (советом директоров) и принципалом (акционером). Главной составляющей агентских отношений является определение баланса экономических интересов. Если удастся решить агентскую проблему, совет директоров начинает принимать эффективные решения, а также старается не до-

пускать конфликтов интересов между акционерами и способствует привлечению инвестиций в компанию.

В данной статье рассматриваются особенности взаимоотношений между советом директоров и акционерами с точки зрения принятия эффективных управленческих решений, разрешения конфликтов, недопущения злоупотреблений со стороны акционеров, а также привлечения инвестиций в компанию.

Принятие эффективных решений советом директоров

В публичных компаниях к совету директоров предъявляется требование принимать эффективные решения с учетом всей доступной информации. Тысячи акционеров публичных компаний могут иметь совершенно разные представления о том, каковы оптимальные способы управления компанией. Для того чтобы удовлетворить их интересы, нужно провести трудоемкий анализ возможных мер и их результатов [Stout, 2006]. Совет директоров призван обеспечить важные преимущества за счет компетентности и эффективного принятия решений.

Для того чтобы обеспечить эффективную работу совета директоров, необходимо тщательно продумать систему мотивации. В качестве инструмента мотивации мы рассматриваем опционные программы. Их общий принцип состоит в том, что после истечения определенного срока (в среднем от 3 до 5 лет) работы топ-менеджмент получает возможность приобрести акции компании, в которой они работают, по фиксированной цене. Создание и реализация опционных программ позволяют мотивировать топ-менеджеров, повысить их заинтересованность в результатах работы и поддержать их приверженность компании. Условием вознаграждения может быть рост капитализации компании, увеличение объемов ее производства, расширение ассортимента услуг и т. д., что непременно влияет на рыночную стоимость акций компании. Вводя опционную программу, собственники рассчитывают на то, что руководитель останется в компании как минимум до конца реализации опционной программы, поэтому ее можно связать с выполнением долгосрочных проектов.

Сегодня в российских условиях использование опционов очень ограничено [Магура М. И., Курбатова М. Б., 2007]. Их могут позволить себе лишь те компании, которые уже котируются на фондовом рынке либо собираются выйти на него. Пионерами стали российские компании, ориентированные на западный фондовый

рынок. Наибольший опыт в плане использования опционов накопили нефтяная компания «ЮКОС» и оператор сотовой связи «Вымпелком». «ЮКОС» реализовал первую опционную программу еще в 1998 году, она была предложена более чем 1000 руководителей, в том числе на уровне среднего звена. Опционы были исполнены уже через год. В дальнейшем «ЮКОС» планировал предложить опцион еще 1500 своим сотрудникам, в том числе инженерам и даже рабочим. Для этого проекта компания выделила до 85 млн акций (3,8% от выпущенных). Однако события, последовавшие несколько лет спустя, перечеркнули все эти планы. Условием получения опционного вознаграждения было выполнение ряда задач, поставленных акционерами, в том числе достижение установленного размера доходности акционерного капитала, операционной прибыли до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов, темпов роста выручки и доли рынка.

В целом в российской практике использование опционов для мотивации совета директоров (правления) можно считать скорее исключением ввиду следующих обстоятельств. В действующем законодательстве не определены нормы правового регулирования опционных программ, что, с одной стороны, дает достаточную свободу при разработке условий программы, а с другой – побуждает компании проявлять осторожность при выборе механизмов реализации такой программы.

Основу программы составляет использование компанией опциона эмитента – эмиссионной ценной бумаги, закрепляющей право, но не обязанность ее владельца на покупку в предусмотренный срок и/или при наступлении определенных в данной бумаге обстоятельств конкретного количества акций эмитента такого опциона по цене, оговоренной в опционе эмитента [Федеральный закон, 1996, ст. 2]. В то же время необходимо учитывать, что опцион на покупку акций может быть квалифицирован как форма неденежного поощрения или стимулирования работника [Трудовой кодекс, 2001].

В неденежной форме можно выплатить работнику не более 20% от общей суммы заработной платы [Трудовой кодекс, 2001, ст. 131]. Законом допускается выплата стимулирующего характера [Трудовой кодекс, 2001, ст. 129] при достижении менеджментом стратегических задач (в частности, рост курса акций или акционерной стоимости компании). Опцион на акции является поощрением или стимулом для достижения определенных трудовых результатов. Существует ограничение вознаграждения в форме акций или материаль-

ной выгоды, предусмотренных опционной программой.

Рассмотренные выше правовые ограничения в отношении неденежного вознаграждения уменьшают привлекательность опционов как инструмента мотивации и обуславливают популярность так называемого фантомного опциона (Правовое регулирование, 2009). Фантомным опционом принято считать закрепленное в трудовом договоре либо ином локальном акте компании положение о премировании в виде денежного вознаграждения определенного размера при условии увеличения стоимости пакета акций компании за определенный период, при этом работник не приобретает акции компании.

Таким образом, несмотря на корреляцию между опционными программами и эффективностью работы совета директоров, необходимо учитывать, что в российских реалиях применение данного инструмента ограничено.

Совет директоров как буфер для сдерживания конфликтов между акционерами

Важным аспектом управления публичной компанией является сдерживание конфликтов между акционерами силами совета директоров (правления).

Полномочия совета директоров позволяют учитывать экономические интересы всех акционеров. Тем не менее существует риск, что крупный акционер может повлиять на корпоративные решения с точки зрения своих выгод и это принесет вред другим акционерам. Корпоративное законодательство позволяет предотвратить агрессивные действия со стороны акционеров.

Зачастую крупные акционеры (мажоритарии) публичных корпораций творят произвол, не считаясь с правами иных акционеров (участников). Подобная ситуация возможна при отсутствии принципа фидуциарности (добросовестности) между акционерами, несовершенстве корпоративного законодательства и законодательства о государственной регистрации юридических лиц, несовершенстве средств и мер защиты от рейдерства. В результате незаконных действий со стороны крупных акционеров остальные акционеры могут быть отстранены от контроля над компанией. Для защиты прав миноритарных акционеров как слабой стороны в корпоративных отношениях российским корпоративным законодательством допускается принудительный выкуп акций у миноритарных акционеров при соблюдении надлежащей юридической процедуры (осуществляется путем установления справедливой цены за выкупаемые акции в контексте обеспе-

чения баланса интересов всех участников процедуры принудительного выкупа акций, который, при наличии спора, достигается в результате судебного установления и применения цены за акцию, которая не может существенно отличаться от сформировавшейся в результате ранее заключенных сделок на рынке ценных бумаг и их выкупа на основании обязательного или добровольного предложения).

Защита мелких собственников становилась предметом анализа в международном праве. Так, Европейская комиссия по правам человека отметила, что мажоритарные акционеры могут приобрести акции у миноритарных акционеров при соблюдении определенных условий и требований национального законодательства. Речь идет именно о соблюдении процедуры обязательного предложения при выкупе акций, а не ущемлении вследствие лишения его контроля над деятельностью и имуществом [Решение Европейской комиссии по правам человека, 1982].

Как отмечает судья Высшего Арбитражного суда Российской Федерации Сарбаш [Сарбаш С. В., 2008], наличие контроля над компанией в руках определенной группы лиц дает возможность диктовать практически все управленческие решения, извлекая соответствующие выгоды. С учетом наиболее распространенной формы коммерческих организаций следует говорить о корпоративном контроле в акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью [Гражданский кодекс 1994, ст. 67, п. 1]. В общем случае корпоративный контроль в них определяется наличием акций или долей в уставном капитале соответственно. Сокращение доли (акций) в уставном капитале влечет фактически утрату корпоративного контроля.

Правоприменительная практика предусматривает такой способ защиты, как восстановление положения, существовавшего до нарушения права [Гражданский кодекс, 1994, ст. 12]. В области корпоративных отношений реализация этого способа защиты возможна, в том числе путем присуждения истцу доли участия в уставном капитале общества (пакета акций), исходя из того, что он имеет право на такое участие в хозяйственном обществе, которое он бы имел, если бы ответчики соблюдали требования законодательства, действуя разумно и добросовестно. Аналогичная правовая позиция выражена в постановлении Президиума Высшего Арбитражного суда Российской Федерации от 03.06.2008 № 1176/08. Требования о признании права на долю в уставном капитале общества в таких случаях следует расценивать как восстановление корпоративного контроля и при неправомерном изменении состава

ва участников общества, помимо их воли, права подлежат защите.

Восстановление корпоративного контроля предполагает совершение действий в отношении заинтересованного лица, возврат определенных полномочий, имущественных прав, которых он был незаконно лишен. При этом происходит восстановление положения, существовавшего до нарушения права, как способ защиты гражданских прав [Гражданский кодекс, 1994, ст. 12; Постановление Президиума Высшего Арбитражного суда Российской Федерации, 2008а; 2008б; Постановление ФАС Московского округа, 2010; Постановление ФАС Центрального округа, 2009].

Корпоративному контролю (корпоративным захватам) уделено внимание в Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации [Концепция, 2009, раздел 2]. В частности, предлагается: передать полномочия по регистрации организаций от налогового органа органам Министерства юстиции, которые в настоящее время осуществляют государственную регистрацию некоммерческих организаций. Тогда государственной регистрацией всех юридических лиц занималось бы одно ведомство, можно было бы создать единый электронный реестр. Для облегчения составления учредительных документов и их проверки можно предусмотреть регистрацию устава на основе одного из утвержденных типовых образцов; установить обязанность своевременно информировать заинтересованных лиц о предполагаемых изменениях учредительных документов или данных, содержащихся в государственном реестре; запретить или существенно ограничить взаимное участие хозяйственных обществ в уставных капиталах друг друга (перекрестное владение), установить субсидиарную ответственность лиц, контролирующих такие общества (в том числе собственников, влияющих на принятие управленческих решений), в том числе за результаты совершенных обществом сделок или за его доведение до банкротства.

Право корпоративного контроля может быть нарушено в результате злоупотребления правом со стороны акционеров. В качестве примера приведем дело российской компании «Совтрансавто Холдинг» против Украины, рассмотренного Европейским судом по правам человека. Корпоративные права российского заявителя были нарушены управляющими органами дочерней компании «Совтрансавто-Луганск». Сначала они сократили долю российской компании в акционерном капитале дочернего предприятия с 49,0 до 20,7%, а также утратили контроль над компанией. Российская компания обратилась в украинский суд за защитой своих корпоративных прав, но после

неоднократных судебных разбирательств она ничего не добилась. Европейский суд по правам человека отметил, что действия со стороны дочерней компании привели к снижению цены на акции компании, в дальнейшем нанесен ущерб способности российской компании управлять своей дочерней компанией и осуществлять контроль за ее активами, что недопустимо [Постановление Европейского суда по правам человека, 2002].

Таким образом, нарушения со стороны крупных акционеров обусловлены несовершенством корпоративного законодательства, неэффективным управлением со стороны совета директоров. Используя свои полномочия, совет директоров (правление) способен эффективно управлять компанией, своевременно информировать акционеров о своих стратегических решениях, предвидеть хищнические настроения отдельных акционеров и разрешать корпоративные конфликты.

Совет директоров как активный участник по привлечению инвестиций в компанию

Совет директоров является субъектом, на которого возложена функция, связанная с привлечением инвестиций в компанию.

Если бы акционеры самостоятельно управляли публичными компаниями, кто-то из них мог бы соблазниться возможностью использовать полномочия контроля для собственных выгод. Тогда отдельные акционеры могли бы получить прибыль, создав угрозу интересам других заинтересованных лиц. Например, они могли бы увеличить прибыль, сократив выплаты работникам под угрозой увольнения. Теоретически совет директоров может проводить аналогичную политику. Однако его задача состоит в том, чтобы сохранить финансовую устойчивость компании. Хотя бытует мнение, что корпоративные руководители могут использовать свои должностные полномочия в корыстных интересах, их полномочия ограничены требованием лояльности по отношению к компании [Stout L., 1999]. Инвесторы строят взаимоотношения с компаниями на основе доверия, отдавая предпочтение тем, где управлением заняты сильные советы директоров.

Таким образом, совет директоров действует в экономических интересах акционеров в целом, даже если есть акционеры, которые пытаются увеличить благосостояние акционеров за счет других заинтересованных лиц.

Когда компанией управляет совет директоров, очевидны не только достоинства, но и недостатки [Stout L. 2001]. Как показывает практика, совет директоров не всегда выполняет свою работу

профессионально, может уклоняться от своих обязанностей, и это трудно объяснить. В такой ситуации акционер вынужден осуществлять агентские затраты (на аудит с целью выяснить, как исполняет свои обязанности правление, на создание института независимого директората).

Необходимо подчеркнуть, что в компетенцию совета директоров входит определение приоритетных направлений деятельности компании, в том числе связанных с привлечением инвестиций. Роль совета директоров связана с реализа-

цией средне- и долгосрочной инвестиционных программ, с контролем над их выполнением. Кроме того, отношения между данным органом управления и акционером должны строиться на условиях доверительности в экономических интересах компании. Стремление компании в лице совета директоров привлечь инвестиции должно соответствовать основам правопорядка, поскольку посредством приобретения акций акционер-инвестор реализует свои имущественные права.

Список Литературы:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (1994) // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/.
2. Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации, одобренная решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 07.10.2009 // Гарант. URL: <http://base.garant.ru/12176781/>.
3. Магура М.И., Курбатова М.Б. (2007) Секреты мотивации, или Мотивация без рисков. М.: Управление персоналом. 656 с.
4. Постановление Президиума Высшего Арбитражного суда РФ от 03.06.2008 (а) № 1176/08 // Гарант. URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/1687573/>.
5. Постановление Президиума Высшего Арбитражного суда РФ от 10.06.2008 (б) № 5539/08 // Гарант. URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/1687572/>.
6. Постановление ФАС Московского округа от 16.04.2010 № КГ-А40/1870-10-П по делу № А40-16629/08-57-120 // Консультант Плюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=AMS;n=125981>.
7. Постановление ФАС Центрального округа от 26.11.2009 № Ф10-5107/09 по делу № А14-14857/2004/571/21 // Консультант Плюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ACN;n=52048>.
8. Правовое регулирование опционных программ вознаграждения работников (2009) // Lidings. URL: <http://www.lidings.com/eng/articles2?id=11>.
9. Сарбаш С.В. (2008) Восстановление корпоративного контроля // Вестник гражданского права. № 4. С. 70–79.
10. Трудовой кодекс Российской Федерации от 30.12.2001 № 197-ФЗ // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34683/.
11. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/.
12. Berle A., Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Mac-Millan. 414 p.
13. Blair M., Stout L. (1999) *A Team Production Theory of Corporate Law* // Virginia Law Re-view. Vol. 85. N 2. P. 248–328.
14. Case of Sovtransavto Holding v. Ukraine of 25.07.2002 // URL: <http://hudoc.echr.coe.int/eng#%7B%22fulltext%22:%5B%22Sovtransavto%20Holding%20v.%20Ukraine%22%5D%2C%22itemid%22:%5B%22001-60634%22%5D%7D>.
15. Decision of 12.10.1982 «Lars Bramelid and Anne-Marie Malmstrom v. Sweden» // URL: <http://hudoc.echr.coe.int/eng#%7B%22itemid%22:%5B%22001-74445%22%5D%7D>.
16. Stout L. (2002) In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith V. Van Gorkom and the Business Judgment Rule // Northwestern University Law Review. Vol. 96, N 2. P. 675–694.
17. Stout L. (2007) The Mythical Benefits of Shareholder Control // Virginia Law Review. Vol. 93. N 3. P. 789–809.