

© 2014 г.

**Сергей Луценко**

ведущий эксперт Контрольного управления Президента Российской Федерации.  
(e-mail: scorp\_ante@rambler.ru)

## **РОЛЬ КОНТРОЛИРУЮЩЕГО (МАЖОРИТАРНОГО) СОБСТВЕННИКА В СОВРЕМЕННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ РЕАЛИЯХ**

В статье рассматривается действующая поведенческая модель контролирующего собственника, его влияние на стоимость компании. Анализируются агентская проблема между контролирующими собственниками и миноритариями, позиция контролирующего собственника (действующая модель поведения), причины вмешательства в хозяйственную деятельность компании. Освещаются возможности разрешения (недопущения) конфликтов интересов между заинтересованными участниками.

**Ключевые слова:** контролирующий собственник, менеджмент, разрушение стоимости, управление, агентская проблема.

В действующем законодательстве отсутствует четкое определение понятия контролирующий (мажоритарный) собственник. Попытаемся уточнить его, обратившись к определению из Рекомендаций Базельского комитета по банковскому надзору «Принципы совершенствования корпоративного управления» (приняты в г. Базеле в октябре 2010). В этих Рекомендациях под контролирующим собственником понимается акционер (собственник), обладающий контрольным пакетом акций (блокирующим пакетом акций) организации или иным образом оказывающий существенное влияние (доминирующее, чрезмерное) на деятельность организации.

Поскольку в процессе предпринимательской деятельности акционерного общества могут сталкиваться, в частности, интересы контролирующих (крупных) акционеров и мелких собственников, а также контролирующих акционеров и менеджмента, одной из основных задач корпоративного законодательства является обеспечение баланса их законных интересов (Определение Конституционного Суда РФ от 03.07.2007 № 681-О-П).

В частности, Берле и Минз<sup>1</sup> обращают внимание на то, что камнем преткновения при обеспечении баланса интересов участников является

---

<sup>1</sup> Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York. MacMillan Publishing Co. 1932. P. 69–118.

агентская проблема, которая, в свою очередь, является результатом разделения прав на денежные потоки (экономические интересы) и контроля. Другими словами, когда контролирующие собственники или руководители компании имеют интересы, отличные от интересов других собственников (миноритариев), имеют несоответствующие (нерелевантные) стимулы, стремясь к максимизации своего благосостояния. Например, они могут извлекать необоснованные, чрезмерные частные выгоды и привилегии, которые разрушают не только существо корпоративного управления (механизмы, с помощью которых менеджмент действует в интересах акционеров), но и стоимость самой компании.

В акционерном обществе все права члена компании вытекают из его права собственности на определенное количество акций и производны от количества акций, находящихся в собственности члена акционерного общества. Личное участие члена общества в управленческих вопросах напрямую связано с находящимися в его собственности акциями (Определение Конституционного Суда РФ от 02.11.2011 № 1486-О-О). Позиция Конституционного Суда РФ корреспондирует с позицией Берле и Минза в отношении связи агентской проблемы с разделением прав собственности и контрольных прав.

Идеально роль контролирующего собственника определена Конституционным Судом РФ в Постановлении от 25.05.2010 № 11-П. Она предполагает заинтересованность в эффективности управления, разрешение проблем, связанных с несением финансового бремени, посредством эффективного контроля (мониторинга) за деятельностью менеджмента (исполнительного органа) компании. Хотя, на самом деле, роль контролирующего собственника может быть и отрицательной (в российских реалиях), влекущей разрушительные последствия для компании (в частности, вывод активов, с использованием сделок, имеющим туннельный эффект (*tunneling*)).

В любом случае, роль контролирующего собственника в компании является существенной. Как отмечает Эдманс<sup>1</sup>, свою сущность контролирующий собственник может раскрыть через механизм прямого вмешательства в деятельность компании (право голоса).

Контролирующие (крупные) акционеры могут, напротив, обострить, а не решить агентскую проблему. Даже если действия данных собственников, направлены на капитализацию стоимости компании, их присутствие может сократить ее стоимость: угроза вмешательства может разрушить управленческую инициативу, присутствие может снизить ликвидность

---

<sup>1</sup> Edmans A. Blockholders and Corporate Governance // Working Paper. London Business School. University of Pennsylvania. National Bureau of Economic Research (NBER). European Corporate Governance Institute (ECGI). Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2013. P. 1–43.

компании. Вместо того, чтобы максимизировать стоимость, они могут извлекать *личную выгоду*. Данные действия реализуются недобросовестными руководителями компаний, которые, в свою очередь, могут являться одновременно контролирующими собственниками дочерних компаний. Причем ущерб деловой репутации наносится именно контролирующему собственнику, а не недобросовестному руководителю.

Обратимся к примеру из национальной правоприменительной практики.

Руководитель материнской компании, которая, в свою очередь, являлась контролирующим собственником по отношению к дочерним компаниям, посредством оформления согласий на отчуждение пакетов акций, которыми они владели, и изменений степени корпоративного влияния на управление совершил незаконное отчуждение ценных бумаг дочерних компаний не по рыночным ценам аффилированным лицам, ставшим выгодоприобретателями. Факт конфликта интересов (заинтересованности) руководителя материнской компании (контролирующего собственника) и его аффилированность с выгодоприобретателями правоприменителем был доказан. Более того, факт конфликта интересов (заинтересованности) и аффилированности с выгодоприобретателями был скрыт от акционеров, что подтверждается периодом получения информации по прошествии трех лет с момента событий. Другие акционеры (миноритарии) были лишены возможности принимать эти решения на собрании и их оспаривать в суде в обычном порядке прямого корпоративного спора. Это свидетельствует о превышении полномочий генерального директора и злоупотреблении правом. Миноритарные акционеры являются слабой стороной в корпоративных отношениях согласно правовой позиции Конституционного Суда РФ, представленной в Постановлении от 24.02.2004 № 3-П.

Оценивая наличие негативных последствий одобрения основным обществом (материнской компании) сделок с участием дочерних обществ, правоприменитель отметил, что отчуждение имущества дочернего общества, акции которого полностью принадлежат основному обществу, свидетельствует о нарушении прав и законных интересов акционеров основного общества, поскольку отсутствует эквивалентное встречное предоставление, и акционеры лишаются на будущее возможности принимать управленческие решения в отношении данного общества и получать выгоды от его использования в своих интересах (Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 18.12.2013 по делу № А56-38334/2011).

В данном случае руководитель действовал от имени материнской компании (контролирующего собственника) с превышением полномочий (получая личные выгоды), выводя активы из дочерних компаний, тем самым разрушая основополагающие принципы управления – разделения прав на денежные потоки (экономические интересы) и контрольные права.

Рассматривая особенности контролирующего (крупного) акционера в российских корпоративных реалиях, автор предлагает механизмы улучшения качества корпоративного управления, в том числе, через непосредственное вмешательство со стороны контролирующего собственника в хозяйственную деятельность компании.

**Действующая модель поведения контролирующего собственника.** В России сложилась модель рыночной экономики со структурой собственности, в которой доминирует один или группа из нескольких контролирующих акционеров. В свою очередь, контролирующий собственник склонен рассматривать компанию как свою личную собственность, как созданные им личные активы, минимизируя выплаты любым другим акционерам, стремясь получить выгоды от компании в форме прямого доступа к денежным потокам (Распоряжение Правительства Москвы от 08.09.2006 № 1766-РП «О систематизации мер по пресечению и предупреждению противоправных действий на финансовом и фондовом рынках»).

Контролирующий акционер постоянно вмешивается в деятельность компании, чтобы извлечь частные выгоды от своего доминирования. Тем самым он сознательно идет против правила акционерного общества, которое сформулировал правоприменитель.

Акционерные общества имеют своей целью «объединение капиталов», при этом предполагается, что все акционеры должны действовать слаженно, соблюдая правила корпоративной этики, осуществляя свою деятельность на доверии, в целях создания стабильной работы предприятия, способного конкурировать с иными участниками гражданского оборота. Создание ситуации, при которой возникают внутрикорпоративные конфликты, при которых одни акционеры необоснованно получают определенные приоритеты, является недопустимым.

В частности, доминирующий акционер своим стремлением к вмешательству в хозяйственную деятельность компании показывает, что его действия направлены на сохранение за собой единолично корпоративного контроля над компанией: принимая решения не выплачивать дивиденды другим акционерам, определяя самостоятельно приоритет направления данных денежных средств. При этом контролирующий акционер злоупотребляет своим правом участвовать в голосовании на общем собрании акционеров (используя свое доминирование) и исключает возможность получения дивидендов остальными акционерами, нарушая не только их права, но и препятствуя принятию с их стороны управленческих решений (Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 29.07.2013 № 15АП-9813/2013 по делу № А53-3054/2013).

Говоря по-другому, доминирующий пакет акций предопределяет интервенционные стимулы<sup>1</sup>. Как показывает вышеприведенный пример, контролирующий акционер влияет на процедуру голосования (единолично, используя свое доминирование, принимает решение не выплачивать дивиденды), используя свой пакет акций.

Действующая модель поведения контролирующего собственника в российских реалиях создает для него стимулы для получения выгод, провоцируя его совершить определенные корыстные действия.

В частности, используя свое положение доминирующего собственника в компании, он может влиять, в том числе на исполнительные органы дочерних компаний, определяя решения, принимаемые данными компаниями, в том числе в отношении капитализации компании, через курсообразование акций (Постановление ФАС Уральского округа от 19.08.2013 № Ф09-7300/13).

Как отмечает Эдманс, контролирующий акционер может снизить стоимость компании, если он преследует частные выгоды – он накапливает полезность, которую он не желает делить с другими акционерами, инвесторами. Другими словами, контролирующий акционер может совершать сделки, имеющие туннельный эффект (*tunneling*) – вывод капитала из компании посредством сговора с аффилированными лицами (дочерними компаниями).

Приведу яркий пример сделок, имеющий туннельный эффект.

Акционерное общество, где единственным учредителем было физическое лицо, имело ряд дочерних компаний, совершало операции по перечислению безналичных денежных средств среди данных компаний, а также компаний, аффилированных с единственным учредителем. Действия юридических лиц по заключению сделок и по перечислению денежных средств имели целью не возникновение обязательственных отношений в рамках заключенных договоров, а осуществление транзитных расчетных операций со ссылкой на данные договоры с целью создания видимости оплаты (реальности хозяйственных операций). Транзитный характер рассматриваемых расчетных операций подтверждается отсутствием какой-либо переписки между контрагентами в схеме перемещения безналичных денежных средств, в которой содержались бы указания на необходимость и экономическую целесообразность перечисления денежных средств во исполнение каких-либо обязательств.

---

<sup>1</sup> Edmans A., Manso G. Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders // *Review of Financial Studies*. 2011. № 24. P. 2395–2428; Edmans A. Blockholders and Corporate Governance // Working Paper. London Business School. University of Pennsylvania. National Bureau of Economic Research (NBER). European Corporate Governance Institute (ECGI). Centre for Economic Policy Research (CEPR). 2013. P. 1–43.

Правоприменитель отметил, что совершение транзитных расчетных операций противоречит целям юридических лиц, являющихся коммерческими организациями, основной целью деятельности которых является извлечение прибыли. Осуществление транзитных операций не связано с достижением данной цели, поскольку не влечет за собой извлечение прибыли, то есть лишены экономической целесообразности.

Транзитные операции через расчетные счета аффилированных компаний акционерного общества производились под контролем, по воле контролирующего собственника – физического лица. Таким образом, оспариваемые сделки нарушают как имущественные, так и неимущественные права самого акционерного общества и его акционеров (Постановление ФАС Уральского округа от 30.11.2011 № Ф09-7711/11).

Данный пример показывает, что сделки, совершенные основной компанией и ее дочерними компаниями по воле контролирующего акционера, носят туннельный эффект, то есть, действия сторон в условиях предварительного сговора направлены на вывод активов из компании.

С другой стороны, в российских компаниях, где доминирует контролирующий акционер, противником последнего является менеджмент. Руководитель, обладая специфической информацией о комплексных активах компании, а также наблюдая за корыстными действиями контролирующего (крупного) акционера, самостоятельно стремится выбрать сложные схемы вывода активов из компании, чтобы получить личную выгоду. Другими словами, недобросовестные действия со стороны доминирующего собственника включают так называемый «эффект домино», культивируя недобросовестность и неразумность действий директората компании. В конечном итоге, страдают не только интересы крупных акционеров, но и мелких собственников.

Приведу пример из правоприменительной практики.

Руководитель приобрел активы (завод) компании, с использованием схемы с аффилированным лицом, в ущерб интересам другим акционерам по явно заниженной цене.

Правоприменитель отметил, что сделки совершены по цене ниже рыночной и являются убыточными для акционерного общества и всех его акционеров. Поскольку сделка убыточна, то нарушение прав акционеров презюмируется. Миноритарные собственники обладают такими же правами в отношении акционерного общества, как и крупные акционеры, а различие состоит в возможности оказывать влияние на решения, принимаемые обществом. На деле как имущественные, так и неимущественные права акционеров нарушаются (Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 25.01.2013 № 17АП-8951/2012-ГК по делу № А60-31644/2011).

Действия руководителя компании (равно как и контролирующего собственника) при совершении определенных сделок должны быть добросовестными и разумными. Для идентификации такого добросовестного поведения снова обратимся к примеру.

Руководитель действует недобросовестно и неразумно, если использует денежные средства компании на личные нужды (оплачивает за счет общества расходы на мобильную связь, командировки, имеющие личный характер, использование служебных автомобилей в собственных интересах), тем самым действует при наличии конфликта между его личными интересами (интересами аффилированных лиц) и интересами компании, без требующегося в силу законодательства или устава одобрения контролирующего акционера и без соблюдения обычно требующихся внутренних процедур, тем самым причиняя компании убыток в виде вывода денежной массы из оборота компании на сумму данных выплат руководителю на личные нужды (Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 28.11.2013 по делу № А41-6418/13).

Кодекс корпоративного поведения, утвержденный распоряжением ФКЦБ от 04.04.2002 № 421/р, предусматривает, что руководитель компании считается действующим разумно и добросовестно, если он лично не заинтересован в принятии конкретного решения и внимательно изучил всю информацию, необходимую для принятия решения. При этом иные сопутствующие обстоятельства должны свидетельствовать о том, что он действовал исключительно в интересах общества. Кодекс также обращает внимание на важность соблюдения такого подхода, поскольку в противном случае исполнительные органы утратят инициативность, которая принципиально необходима для их успешной деятельности.

Итак, привлечение единоличного исполнительного органа к ответственности зависит от того, действовал ли он при исполнении своих обязанностей разумно и добросовестно, то есть проявил ли он заботливость и осмотрительность и принял ли все необходимые меры для надлежащего исполнения своих обязанностей. Единоличный исполнительный орган (генеральный директор) акционерного общества не может быть признан виновным в причинении обществу убытков, если он действовал в пределах разумного предпринимательского риска.

Доминирующий акционер в силу своего статуса может эффективно контролировать поведение руководителя. При этом эффективность действий руководства подразумевает честность и прозрачность действий со стороны самого контролирующего акционера.

Итак, представленная модель поведения контролирующего собственника направлена на создание «собственного пространства». Доминирую-

ший акционер стремится получить максимальные выгоды от владения пакетом акций, разрушая фундаментальный принцип управления (нарушение баланса интересов между мажоритариями, миноритариями, менеджментом, инвесторами) – принцип разделения прав на денежные потоки и контрольные права. Модель поведения данных акционеров ориентирована на создание схемы, направленной на вывод активов из компании, получение личной выгоды путем непосредственного доступа к денежным потокам. При этом нарушаются интересы не только самой компании, но ее других акционеров.

**Рекомендации, связанные с улучшением качества корпоративного управления.** После рассмотрения действующей модели поведения контролирующего собственника перейдем к практическим рекомендациям, направленным на улучшение качества управления в компании.

Одним из инструментов разрешения агентской проблемы является внедрение *модели просоциального поведения контролирующего собственника*.

Контролирующий собственник ведет себя «просоциально» или «добросовестно», когда он жертвует каким-либо ценным ресурсом (денежными средствами, временем, знаниями), чтобы удовлетворять интересам компании, другим акционерам, менеджменту, инвесторам, избежать причинения им вреда. Просоциальное поведение может быть определено жесткими правилами игры самим контролирующим акционером, а также ожиданиями со стороны другого заинтересованного участника.

Например, правила игры начинаются с подписания некоего соглашения, скажем, между контролирующим собственником и мелкими собственниками, которое предусматривает объективные мотивационные выплаты за результат деятельности (например, рост прибыли компании), как и неденежные награды (предоставление привилегированного отдыха, лечения, офиса).

Другой пример выработки просоциального поведения со стороны доминирующего собственника представлен в правовой позиции Высшего Арбитражного Суда РФ, который в своем Постановлении Президиума от 06.03.2012 № 12505/11 отметил, что добросовестность (в данном случае просоциальность) действий означает, что лицо, которое принимает управленческие решения (в данном случае контролирующий собственник), должен совершать действия, ожидаемые в аналогичной ситуации при аналогичных обстоятельствах от хорошего руководителя. Высший Арбитражный Суд рассматривает просоциальное поведение с использованием различных ситуаций и обстоятельств, в которых лицо, которое принимает управленческие решения, действует добросовестно (бескорыстно). То есть, мелкие собственники доверяют контролирующему акционеру, в свою очередь, последний также должен доверять миноритариям и действовать просоциально.

Другой мерой, которая могла бы улучшить качество корпоративного управления, является использование в отношениях между недобросовестным контролирующим собственником и мелкими акционерами механизма дорогостоящего информационного сигнала<sup>1</sup>. Другими словами, моделируется ситуация, в которой можно оценить издержки верификации и тем самым мотивировать доминирующего собственника, отступившего от нормы права, инициированием судопроизводства со стороны других акционеров (требования о взыскании с доминирующего акционера реального ущерба, упущенной выгоды, судебных издержек при отказе с его стороны компенсировать данные расходы).

В российском корпоративном праве отсутствует норма, транспарентно описывающая процедуру привлечения акционеров (собственников) к ответственности, в случае нанесения ущерба компании или интересам других акционеров. Однако, правоприменитель постарался устранить данный правовой пробел. Вред, причиненный правомерными действиями, подлежит возмещению в случаях, предусмотренных законом. Действия акционеров общества при принятии решения от имени исполнительных органов компании считаются незаконными, если налицо следующие условия: доказан причиненный ущерб компании, размер понесенных компанией убытков, виновность причинителя вреда (доминирующего акционера) и имеется причинно-следственная связь между действиями акционеров и убытками компании. При реализации всех вышеперечисленных критериев действия контролирующего акционера признаются судами неправомерными, а их решения недействительными, причиняющими убытки компании (Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 25.11.2010 № А81-2477/2008, Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 08.06.2010 № А58-5409/09).

Другой мерой, с помощью которой достигается улучшение в корпоративном управлении, является процедура «подразумеваемых ограничений». В частности, автор<sup>2</sup> отмечает, что механизм «подразумеваемых ограничений» направлен на легитимизацию действий со стороны субъекта, принимающего управленческие решения или оказывающего влияние на них, при том, что данный субъект обязан четко выполнять свои обязанности должной заботливости и лояльности. Этот механизм позволяет избегать конфликт интересов, мотивирует контролирующего собственника к добро-

<sup>1</sup> Choi A., Triantis G. Completing Contracts in the Shadow of Costly Verification // Working Paper. University of Virginia Law School. Harvard Law School. 2007. P. 1–29.

<sup>2</sup> Луценко С.И. Карт-бланш, или Подразумеваемые ограничения // Слияния и Поглощения. – 2014. – № 1. стр. 48–54.

совестному поведению. Процедура «подразумеваемых ограничений» позволяет контролирующему собственнику получить одобрение со стороны большинства из меньшинства акционеров (минориатариив), предварительно закрепив во внутреннем корпоративном документе данное положение – правило, заимствованное из Делаверского прецедентного права (Delaware's case law), голосование по принципу «большинство из общего числа мелких собственников, имеющих право голоса» (majority-of-the-minority), позволяющее контролирующему собственнику действовать по собственному усмотрению (поскольку невозможно заранее учесть все обстоятельства, которые могут наступить в будущем).

Несмотря на широту дискреции, в отношении права выбора экономической стратегии развития (Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ от 02.11.2010 № 8366/10) со стороны контролирующего акционера, он может разрушить бизнес-стратегию (вывести активы из компании), продать свой пакет акций третьему лицу, которое пожелает изменить правила игры в компании (не всегда во благо компании и ее акционерам). В этом случае могут быть нарушены имущественные и неимущественные интересы не только акционерного общества, но и его акционеров. Акционерное общество в лице мелких собственников может защитить себя, используя механизм под названием «ядовитая пилюля» («poison pill»). Иначе говоря, предоставить право (опцион) миноритариям на выкуп дополнительного количества голосующих акций на льготных условиях при наступлении знакового события (схема изменения контроля, стратегического курса компании, вывода активов, то есть, при действиях со стороны контролирующего собственника, не согласованных с меньшинством). Смена экономической стратегии компании, связанная с ненадлежащим поведением со стороны контролирующего собственника и представляющая угрозу для компании, оправдывает использование таких защитных механизмов как «ядовитые пилюли» (дело *Hollinger International, Inc. v. Black* (844 A.2d 1022 (Del. Ch. 2004)).

Реализация этих практических рекомендаций позволила бы улучшить качество корпоративного управления в российских реалиях. В частности, внедрение модели просоциального поведения со стороны контролирующего собственника позволит предупредить причинение ущерба не только самой компании, но и экономическим интересам мелких собственников.

Процедура «подразумеваемых ограничений» позволяет участвовать в управленческих решениях компании не только контролирующему акционеру, но и мелким собственникам, требует считаться с их интересами (голосование по принципу большинства из меньшинства акционеров). Наконец, использование в исключительных случаях (с целью недопущения

разрушения стоимости компании) таких мер как «ядовитая пилюля» также способствует улучшению корпоративного управления.

В заключение необходимо отметить, что в российской практике сложилась модель, направленная на получение контролирующим (мажоритарным) собственником личных выгод в форме прямого доступа к денежным потокам. Это модель, действие которой направлено на занижение (разрушение) стоимости компании или вывод активов в интересах контролирующего собственника и препятствование принятию управленческих решений со стороны остальных собственников (Определение Высшего Арбитражного Суда РФ от 01.03.2013 № ВАС-1501/13). Тем самым, разрушается сам принцип разграничения контрольных прав и прав на денежные потоки в российских компаниях. Предложенные автором рекомендации в отношении корпоративного управления в российских реалиях позволят разрешить или, во всяком случае, смягчить агентские проблемы. В частности, использование механизма подразумеваемых ограничений с учетом препарированного предварительного соглашения между контролирующим собственником и мелкими акционерами, позволяет действовать первым по своему усмотрению, но с привязкой к гражданско-правовой ответственности в случае проявления недобросовестности и неразумности. Это позволит достичь баланса интереса между данными сторонами, а также дать мелким собственникам правовые гарантии.

---