



Рубрику ведет  
директор Российского института  
директоров **Беликов И.В.**

## ПЕРИОД ИЗМЕНЕНИЙ ДЛЯ РОССИИ



На вопросы ведущего  
рубрики отвечает глава  
корпоративной практики  
Sodali **Андреа Ди Сеньи**

Прошлый 2014 и наступивший новый 2015 — не самые простые годы для российских эмитентов ценных бумаг на глобальных рынках капитала. Под давлением геополитических факторов усилился страновой дисконт, ряду российских компаний и банков ограничен приток нового внешнего капитала, биржевые курсы большинства российских бумаг продолжают среднесрочное «психологическое» падение, а некоторые международные инвесторы выходят из российских «ценных бумаг» из-за геэкономических рисков.

В этих непростых условиях многие эмитенты потеряли стратегическую ориентацию и сосредоточились на тактических внутренних программах экономии, свернули активный диалог с инвесторами до минимальной обязательной финансовой отчетности, а развитие корпоративного управления — до уровня соблюдения минимальных формальных регуляторных требований.

В то же время послекризисный общемировой тренд на дальнейшее усиление корпоративного управления (КУ) только продолжает нарастать: приняты новые директивы ЕС по КУ, обсуждаются новые принципы КУ ОЭСР, крупнейшие институциональные инвесторы один за другим объявляют о начале публикации своих принципиальных решений по голосованию на общих собраниях акционеров по мотивам развития практики КУ, да и новый российский Кодекс КУ поднимает планку КУ на новую высоту, которой пока еще мало кто из наших эмитентов может соответствовать.

В это интересное время в Россию «на плечах» крупнейшего банка-депозитария российских депози-

тарных расписок (ДР) — Bank of New York Mellon — приходит ведущий мировой игрок в узкоспециализированной нише Governance IR и Proxi Solicitation — Sodali, чтобы поддержать работу с долгосрочными международными институциональными инвесторами при проведении годовых общих собраний акционеров (ГОСА) 8 крупнейших российских эмитентов депозитарных расписок в 2014 г. и начать сотрудничество с более широким кругом российских эмитентов в 2015 г.

Что привело сюда Sodali, да еще в такое время? В чем смысл Governance IR и Proxi Solicitation для российских эмитентов, большинство из которых фактически контролируются российскими мажоритарными акционерами-бенефициарами, кворум при голосовании для которых фактически обеспечен? Зачем нужен активный диалог с инвесторами при таком страновом дисконте?

На эти и другие вопросы отвечает один из соучредителей Sodali и признанный международный эксперт-консультант по вопросам практического КУ с 20-летним опытом работы на различных финансовых рынках, глава корпоративной практики Sodali г-н Андреа Ди Сеньи.

*И.Б.: Что Вы думаете по поводу корпоративного управления и ГОСА в России на протяжении последних двух лет?*

**А.Д.С.:** Несмотря на геополитический и геоэкономический кризис, период с 2013 по 2014 год был явно временем изменений как для российского рынка, так и для российских компаний. Внедрение нового Кодекса корпоративного управления и новых требований по голосованию для участия в ГОСА являются четким ответом на ожидания зарубежных инвесторов по усовершенствованию КУ, которые формировались на протяжении долгих лет.

Главным вкладом нового Кодекса КУ в России является внедрение высших стандар-

тов, защищающих права акционеров, а также введение принципа «соблюдай или объясняй», являющегося главным принципом, которому следует множество развитых финансовых рынков сегодня. Рекомендации по поводу состава директоров, их уровня независимости, более подробное раскрытие информации о процессе номинации директоров, сделок с аффилированностью и политики вознаграждения директоров соответствуют лучшим международным практикам. Эта картина выглядит очень позитивно, но верно также и то, что необходимо время, чтобы увидеть степень соблюдения этого Кодекса ведущими российскими компаниями. Только тогда можно будет дать окончательную оценку.

С другой стороны, новые требования по голосованию, включая процесс регистрации и раскрытие информации о бенефициарах, пусть и не до конца воспринятые всеми иностранными инвесторами, являются важным шагом в сторону более благоприятной среды и лучшего раскрытия информации. На мой взгляд, они представляют собой решительный разрыв с прошлым и служат предпосылкой дальнейшего выравнивания ситуации в сравнении с ЕС и другими развитыми финансовыми рынками.

Российские эмитенты теперь могут определить, кто голосовал за, а кто — против. Информация о политике конкретных инвесторов по корпоративному управлению предоставляет нам возможность наконец понять, почему конкретные крупные инвесторы, такие как Black Rock, Capital, Vanguard или Dimensional, например, не поддерживали те или иные предложения совета директоров, и предложить альтернативные решения, которые минимизировали бы подобные риски для репутации эмитента.

*И.Б.: Думаете ли Вы, что все эти изменения повлияют на будущее ГОСА в России?*

**А.Д.С.:** Конечно! Мы находимся в самом начале этого процесса, и с точки зрения иностранных инвесторов в период проведения ГОСА в 2014 г. произошло множество позитивных изменений. По сравнению с 2013 г. в 2014 году количество участвующих в ГОСА держателей депозитарных расписок (ДР) увеличилось на 15%, и впервые этот уровень достиг 42%. А по сравнению с 2012 г. уровень участвующих держателей ДР увеличился более чем на 55%. Россия еще не находится на уровне стран ЕС, Америки или Великобритании, но иностранные институциональные инвесторы уже начинают обретать важную стратегическую роль на собраниях акционеров.

Структура собственности российских компаний эффективна, но теперь советы директоров должны уделять больше внимания голосованию инвесторов, особенно по резолюциям, требующим квалифицированного большинства голосов. Как показал пример многих рынков, где участие иностранных инвесторов в ГОСА также не было первоначально значительным, — Бразилия, Франция, Испания, Италия, Великобритания — более активное их вовлечение привело к более позитивной модели взаимодействия между советами директоров и акционерами.

Корпоративное управление уже не является только соблюдением регуляторных правил, раскрытие информации должно быть гарантировано, чтобы избежать массового голосования против, а исход ГОСА больше не зависит только от контролирующих акционеров, поэтому важно найти новый подход к взаимодействию с инвесторами. Эти новации пока не представляются приоритетными для советов директоров российских компаний, но международное финансовое сообщество стремительно адаптируется к новым условиям и бросает вызов компаниям в сфере корпоративного управления.

**И.Б.:** *Что означает на самом деле этот новый подход к взаимодействию?*

**А.Д.С.:** На протяжении многих лет отношения между компаниями и инвесторами базировались исключительно на финансовых вопросах. Недавний финансовый кризис в Соединенных Штатах и Европе показал необходимость переоценить такую парадигму, чтобы минимизировать чрезмерный уровень рисков, допускаемых компаниями ради выгоды достижения краткосрочных целей. Ответственность за кризис лежит также на инвесторах, которые в итоге поняли, что новая форма активного участия в КУ является единственным способом снизить риски своих вложений на длительный срок. В результате родился новый подход институциональных инвесторов по отношению к компаниям, где они стремятся понять, каким образом практика КУ и стратегии советов директоров способствуют долгосрочному созданию стоимости для акционеров, сокращая в то же время чрезмерные риски их инвестиций. В этом состоит главная сущность принципа «взаимодействия», который стал основой для создания Кодекса Попечительского Управления Великобритании в 2010 году, внедренного затем во многих странах Европы и Азии. России тоже стоило бы задуматься о подобном решении.

Говоря о России, важно отметить, что, несмотря на сложность геополитического и геоэкономического климата, существует множество возможностей для наиболее проактивных компаний. На мой взгляд, долгие годы недостаточного раскрытия информации, неравный подход по отношению к акционерным меньшинствам вместе с негативным влиянием нынешнего кризиса еще больше понизили стоимость акций российских компаний на рынке и подорвали и без того низкую уверенность иностранных инвесторов в корпорациях и советах директоров. Заглядывая вперед, отметим: для того чтобы привлечь иностранный капитал, российские компании нуждаются не только в высоких финансовых показателях, но и в восстановлении соответствующего уровня доверия к советам директоров и их

стратегиям, направленным на долгосрочный рост инвестиционного капитала.

В этом смысле я вижу огромную возможность для советов директоров привлечь крупнейших инвесторов и прояснить для них стратегические цели компании, отличающие компанию от общего экономического контекста России, устранить дисконтный разрыв и продемонстрировать наличие модели КУ, предоставляющей менеджменту все должные полномочия и нацеливающей его на производство прибыли и долгосрочный рост капитала инвесторов без излишних рисков.

*И.Б.: Имеются ли у Вас определенные предложения, каким образом советы директоров могут лучше привлекать институциональных инвесторов?*

**А.Д.С.:** Прежде всего советы директоров должны проактивно контролировать взаимодействие с инвесторами, а не практиковать пассивный подход. Сам процесс взаимодействия с инвесторами по корпоративному управлению не отличается от процесса взаимодействия с ними по финансовым вопросам, отличаются только содержание и целевая аудитория коммуникаций, в связи с чем этот процесс также требует эффективного пошагового подхода.

Перед тем как приступать к взаимодействию с международными инвесторами, советам директоров стоило бы оценить состояние собственного корпоративного управления с помощью широкого сопоставительного анализа с аналогичными компаниями и лучшими международными практиками и привлечь независимых внешних экспертов для проведения оценки, чтобы выработать свежий взгляд на проблему и избежать возможного конфликта интересов. Сильные стороны компании должны служить ее опорой при взаимодействии с акционерами, в то время как слабости могут быть представлены в

свете готовности к усовершенствованию и к восстановлению доверия инвесторов по отношению к компании, а также к ее совету директоров.

Советам директоров стоит принимать к сведению также и внутренние факторы, такие как культура, ценности, история и миссия компании, чтобы интегрировать их в контекст КУ, представляемый инвесторам. Прошлые, настоящие и будущие изменения в модели КУ компании являются ключевыми двигателями при взаимодействии с инвесторами. Директора должны быть по-настоящему неравнодушны к беспокойствам инвесторов и прозрачны при коммуникации с ними, но при этом защищать специфику компании, выделяющую ее из множества других. В конечном итоге все сводится к определению правильных целевых инвесторов, организации встреч, сбору коллективных отзывов и обсуждению в зале заседаний совета директоров, какие шаги абсолютно необходимо предпринять, а какие шаги хорошо бы предпринять. На следующем этапе нужно реализовать план действий и затем «продать» хорошую историю инвесторам.

В США и Европе взаимодействие с инвесторами на тему КУ является обычной практикой совета директоров. General Electric, например, составляет ежегодное расписание на 4 сезона по взаимодействию с акционерами компании; Total провела ряд мероприятий по интенсивному взаимодействию с инвесторами по поводу голосования на счет целесообразности совмещения ролей Президента компании и ее Председателя; Schneider Electric и UniCredit на постоянной основе взаимодействуют с инвесторами по теме вознаграждения СД.

Предмет обсуждения в разных компаниях отличается, но программа взаимодействия с крупнейшими инвесторами является неотъемлемой частью работы отдела по связям с акционерами для образцовых компаний. Мы в Содали начали разрабатывать програм-

мы взаимодействия с инвесторами в начале 2009 г. Тогда многие из наших клиентов столкнулись с угрозой репутации их компаний или имели дело со спорными повестками дня; мы поддержали их и помогли сформировать новые отношения с инвесторами. Сегодня все они вместе с нашими новыми клиентами из разных стран каждый год представляют программы взаимодействия с иностранными инвесторами, получая новые данные об их ожиданиях, представляя новейшие достижения компании по КУ и укрепляя таким образом доверие к своим советам директоров.

Рано или поздно российские компании вернутся на глобальные финансовые рынки для привлечения новых капиталов, а усовершенствование модели КУ компании, благодаря которой можно заручиться поддержкой надежного сообщества институциональных интернациональных инвесторов, является одной из главных составляющих, предоставляющих дешевый доступ к этому самому капиталу.

Как и другие виды деятельности, программа по взаимодействию с инвесторами должна быть представлена как процесс, предполагающий обстоятельный предварительный анализ — то, что инвесторы называют «домашнее задание» — для повышения эффективности. Сопоставление модели КУ компании с такими же моделями подобных лидирующих компаний, определение КУ с прогнозной точки зрения, определение главных институциональных инвесторов, подготовка презентации по КУ и списка возможных вопросов и ответов инвесторов, а также создание команды по КУ являются необходимыми шагами при подготовке к взаимодействию с институциональными инвесторами.

*И.Б.: Каким образом связаны между собой взаимодействие с инвесторами и ГОСА?*

**А.Д.С.:** ГОСА — это процесс изучения акционерами результатов деятельности сове-

та директоров и менеджмента компании, насколько они действовали в соответствии с интересами компании и насколько они были настроены на создание стоимости для акционеров в долгосрочной перспективе. Недостаточная поддержка инвесторами проектов резолюций, предлагаемых советом директоров, — своего рода сигнал, который не стоит недооценивать, так как в следующий раз этот недостаток поддержки может стать более ощутимым и привести к совершенно другим последствиям для компании.

Во время ГОСА СД и менеджмент доказывают свою способность управлять, и их авторитет подвергается проверке. Взаимодействие с инвесторами с целью услышать их потребности и озабоченность, узнать их ожидания, зарегистрировать их предложения — это самый лучший способ оценки того, как совет директоров и менеджмент руководят компанией. Если результатом такого подхода будет эффективный диалог между компанией и ее инвесторами, соответствие интересов обеих сторон и внедрение лучшей модели корпоративного управления из года в год, участие и поддержка институциональных инвесторов во время ГОСА вырастут существенно.

Как и программы по взаимодействию с инвесторами на тему КУ, ГОСА должны рассматриваться как процесс, где главными участниками, с которыми мы имеем дело, являются акционеры. Понятные исчерпывающие документы, ясные объяснения, включающие обоснования касательно отклонений от лучших международных практик, лучшее раскрытие информации, перспективные прогнозные предложения, своевременная публикация информации для инвесторов, содействие процессу голосования и опрос институциональных инвесторов являются сегодня базовыми для любого ГОСА крупнейших компаний. Проактивный подход к инвесторам вместе с ГОСА переводит взаимоотношения с инвесторами на другой уровень, что являет-

ся ключом к долгосрочной поддержке функционирования СД.

*И.Б.: И, наконец, что, на Ваш взгляд, следует делать советам директоров в нынешнее время геополитического и геоэкономического кризиса, чтобы обеспечить доверие и уверенность инвесторов?*

**А.Д.С.:** К сожалению, этот кризис уже сказывается на России, и, возможно, даже больше на российских корпорациях. На мой взгляд, российским советам директоров стоило бы продемонстрировать, что существует разница между государством и корпоративной средой. Компания состоит из ее сотрудников, культуры, ценностей, инвестиций и менеджмента, которому следует действовать в интересах как акционеров, так и всех заинтересованных сторон. Советы директоров должны открыто разговаривать со своими инвесторами, чтобы держать под контролем все вышеупомянутые пункты, реализовывать стратегию компании в соответствии со своим видением, уполномочивая тем самым руководителей подразделений к достижению долгосрочных и постоянных результатов, предоставляя возможность совету директоров внедрить такую систему, которая бы

а) гарантировала, что достижение таких результатов выполняется без чрезмерных рисков, и б) привлекала бы долгосрочных инвесторов, благодаря которым и возможен постоянный рост компании.

Молчание — не самый уместный выход из нынешней ситуации, в которой находятся советы директоров и их компании.

И во время кризиса компании продолжают информировать своих акционеров о доходах, целях бизнес-планов, финансовых показателях, о предвосхищаемых лучших и худших исходах в данной ситуации. Такой же подход должен быть интегрирован в решение задач корпоративного управления. За последние три месяца мы наблюдаем явную заинтересованность со стороны многих советов директоров в поиске ответа на вопрос о том, что собой представляет взаимодействие с инвесторами по КУ, в чем заключается его ценность и какими могут быть результаты. Исходя из моего опыта, когда такой предмет доходит до уровня совета директоров, неизбежно происходит переосмысление отношений с акционерами, и это только на пользу российским компаниям и инвесторам в долгосрочной перспективе.

**Российский институт директоров** – ведущий российский информационно-исследовательский, экспертно-консалтинговый и обучающий центр по вопросам корпоративного управления. Институт – обладатель четырех товарных знаков: РИД®, НРКУ®, НРПКД®, PhiCS — модель корпоративного управления®. Российский институт директоров (РИД®), единственный в России, присваивает Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ®), проводит аудит корпоративного управления по уникальной авторской методике PhiCS®. В рамках проекта Национальный реестр профессиональных корпоративных директоров (НРПКД®) институт объединяет около 700 профессиональных членов советов директоров российских компаний, проводит ежегодные Национальные Конгрессы профессиональных корпоративных директоров, ставшие уникальным мероприятием в России. РИД совместно с Ассоциацией менеджеров России в рамках ежегодного рейтинга ведущих менеджеров России «АРИСТОС» готовит рейтинг ТОП-100 Директоров по корпоративному управлению российских компаний и определяет Лучших независимых директоров года. РИД осуществляет подготовку кадров для российских компаний по уникальным программам - «Корпоративный директор» и «Корпоративный секретарь».