

**БЕЛИКОВ**

Игорь Вячеславович,
директор Российского
института директоров

ВЕРБИЦКИЙ

Владимир
Константинович,
первый заместитель
директора Российского
института директоров



АУДИТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КОМПАНИИ – ЭТАП ПОДГОТОВКИ КОМПАНИИ К ПРИВЛЕЧЕНИЮ ИНВЕСТИЦИЙ

Базовыми условиями успешного привлечения инвестиций компанией являются формирование и реализация ясной стратегии ее развития, создание прозрачной структуры собственности и эффективной структуры управления, внедрение управленческого учета и современной финансовой отчетности (в т.ч. в соответствии с МСФО). К числу экономических факторов, влияющих на успешное привлечение инвестиций, следует отнести наличие у компании:

- высоких темпов роста выручки (двузначные цифры, желательно не менее 20% в год);
- благоприятной конъюнктуры рынка, на котором работает компания (двузначные цифры роста, желательно не менее 20% в год), а также благоприятный прогноз текущего и ожидаемого сравнения доходности компаний различных отраслей, прежде всего – сырьевых и несырьевых;
- уверенной позиции на рынке, узнава-

емых товаров, услуг (весьма желательно – общенациональных или региональных брендов);

- устойчивого темпа роста рентабельности.

Кроме вышеперечисленных, одним из важных факторов обеспечения высокой инвестиционной привлекательности является создание **эффективной системы корпоративного управления компании**.

Считается, что основой такой системы должна стать международная «передовая практика» корпоративного управления (corporate governance best practices) – обширный перечень рекомендаций, разработанных объединениями инвесторов, международными организациями и финансовыми институтами, консалтинговыми компаниями. Однако внедрение всего набора рекомендаций¹ требует существенных затрат, значительного времени и потому не может быть осуществлено в короткие сроки.

Как показывает анализ, процесс внедрения

¹ Например, по мнению экспертов рейтингового агентства Standard & Poors¹, среднестатистический «рациональный инвестор» оценивает риски, связанные с информационной открытостью компании, по 100 позициям (не считая рисков, связанных с другими составляющими процесса корпоративного управления). См.: Standard & Poors. Исследование информационной прозрачности российских компаний, 2005 г.

в деятельность российских компаний принципов и стандартов передовой практики корпоративного управления:

- имеет эволюционный характер и зависит от стадии развития компании;
- определяется объективными потребностями компании и ее основных акционеров;
- носит комплексный характер и затрагивает различные аспекты деятельности компаний;
- учитывает требования и ожидания различных категорий потенциальных инвесторов.

Факторами, определяющими набор механизмов корпоративного управления, которые необходимо внедрить в деятельность российских компаний, являются:

- стадия развития компании;
- позиция основных акционеров относительно стратегии развития компании и осуществления контроля над ее деятельностью;
- особенность стратегии развития;
- потребность в привлечении внешнего финансирования и его формы.

Можно выделить три причины, по которым возникает потребность внедрения в практику деятельности компаний стандартов корпоративного управления:

- желание основных акционеров делегировать управление компанией профессиональному менеджменту и сосредоточить свои усилия на выработке стратегии развития;
- создание ликвидности капитала и его оценка для последующего выхода из бизнеса;
- необходимость привлечения инвестиций для развития компании.

Поэтому для российской компании рациональный подход к созданию системы корпоративного управления заключается не в том, чтобы браться за внедрение всей совокупности рекомендаций «передовой практики», копировать практику корпоративного управления крупнейших западных компаний, имеющих десятки или даже сотни тысяч акционеров, а в

том, чтобы начать с внедрения первоочередных мер, согласующихся прежде всего со стратегией, реальными ожиданиями новых инвесторов, на которые ориентируется компания.

Выбор той или иной формы финансирования развития (банковское, проектное, облигации, частное размещение акций, IPO или иные смешанные формы) определяет круг задач, которые компания должна решить в процессе привлечения инвестиций, а также степень сложности и интенсивность усилий, прилагаемых для их решения.

Опыт работы Российского института директоров с компаниями, связанный с анализом проблем и внедрением эффективной системы корпоративного управления, показывает, что наилучшим способом определения того, что необходимо сделать в компании с точки зрения улучшения существующей в ней системы корпоративного управления, является проведение в компании **аудита корпоративного управления**.

За последнее время появилось несколько публикаций, использующих понятия «аудит корпоративного управления», «корпоративный аудит». Их авторы вкладывают в эти понятия регулярное проведение внешним консультантом оценки соответствия закрепленных во внутренних документах компаний процедур корпоративного управления требованиям нормативно-правовых актов.

Аудит корпоративного управления, в нашем понимании, имеет более широкое содержание – это оценка основных компонентов корпоративного управления конкретной компании с точки зрения понимания основными собственниками стратегии ее развития, в том числе стратегии привлечения инвестиций. Соответствие процедур корпоративного управления требованиям действующего законодательства является составной частью аудита корпоративного управления.

Аудит корпоративного управления ком-

пани означает выявление сильных и слабых сторон существующей в компании практики корпоративного управления в сравнении со стратегическими целями компании; выявление задач, которые необходимо решить в области корпоративного управления для достижения этих целей; подготовка конкретных рекомендаций (комплексного плана) по совершенствованию системы корпоративного управления компании и ее основных компонентов.

В процессе проведения аудита корпоративного управления определяется содержание и последовательность комплекса работ по улучшению корпоративного управления компании. Аудит проводится на основе среднесрочной и долгосрочной стратегии, возможного сочетания различных вариантов, интересов основных собственников, требований законодательства и соответствующих стратегии требований институтов финансовой инфраструктуры (например, требований листинга бирж, рейтинговых агентств), позиции приоритетных групп инвесторов. Поскольку позиция основных собственников компании является определяющей при выработке стратегии компании, то, как правило, она является ключевой и при формулировании целей проведения аудита и задач, которые планируется решить с его помощью.

Технология проведения аудита корпоративного управления включает в себя:

- получение информации об исходном состоянии корпоративного управления на основе развернутой специальной анкеты;
- индивидуальные интервью с членами руководства компании (члены правления, совета директоров), крупными акционерами (их представителями), портфельными инвесторами (при наличии таковых) с целью понимания и уточнения стратегических возможностей, интересов, целей и альтернатив компании, их взаимосвязи с системой корпоративного управления;
- анализ внутренних документов компа-

нии, регулирующих все компоненты корпоративного управления;

- сравнительный анализ состояния корпоративного управления в сопоставимых (с точки зрения размеров и стратегии бизнеса) зарубежных и российских компаниях;
- выработка рекомендаций (комплексного плана) поэтапного улучшения практики корпоративного управления на основе стратегии развития бизнеса компании.

Основные компоненты практики корпоративного управления компании, подлежащие аудиту, это:

1. Структура акционерного капитала и права акционеров.
2. Работа органов управления и контроля.
3. Раскрытие компанией информации о своей деятельности и обеспечение ее достоверности.

Рассмотрим ряд примеров, которые показывают, на какие вопросы могут быть получены ответы в ходе аудита корпоративного управления компании.

Инвесторы весьма негативно воспринимают ситуацию, когда основные или значительные денежные потоки компании проходят через посреднические структуры (например, трейдеры, торговые дома), которые принадлежат не компании, а ее основным акционерам. Такая ситуация рассматривается потенциальными инвесторами как содержащая серьезные риски вывода значительных денежных средств из компании.

Поэтому основные акционеры компании должны рассмотреть необходимость перевода основных активов, благодаря которым создается стоимость, в компанию, ценные бумаги которой предлагаются инвесторам.

В ноябре 2004 г. ОАО «Седьмой континент» (сеть магазинов) провело успешное IPO своих акций на ММВБ. При анализе проспекта эмиссий и инвестиционного меморандума аналитики инвестиционных компаний указывали,

что недвижимость сети не принадлежит ОАО «Седьмой континент», а принадлежит другой компании (ОАО «Столичные гастрономы»), которую также контролируют собственники ОАО «Седьмой континент». Как отмечали аналитики, такая ситуация создает дополнительные риски для потенциальных покупателей акций. Размещение акций прошло достаточно удачно. Однако этот успех в решающей степени был связан с тем, что это было лишь третье IPO за все время существования российского фондового рынка и первое IPO торговой компании.

В рамках подготовки выпуска облигаций и успешно проведенного в 2006 г. IPO группа компаний «Тандер» (г.Краснодар), управляющая сетью магазинов-дискаунтеров «Магнит», осуществила реорганизацию структуры собственности. До начала реорганизации денежные потоки группы консолидировались в ЗАО «Тандер», ему же принадлежало право на торговую марку «Магнит», под которой работала сеть. Однако все имущество сети принадлежало ЗАО «Магнит». В результате реструктуризации центром консолидации активов группы стало ЗАО «Магнит».

Эта проблема особенно актуальна для российских компаний, имеющих сложную структуру в виде группы компаний, в рамках которой основные активы распределены между различными компаниями-участниками группы без четкой концентрации их в основной компании, от лица которой ведутся переговоры с инвесторами.

Проведение аудита корпоративного управления позволит основным собственникам компании заранее разработать и наиболее эффективным способом осуществить реструктуризацию активов компании, акции которой будут предлагаться инвесторам.

Международная «передовая практика» КУ негативно относится к любому ограничению на распоряжение акционерами своими акциями. Однако интересы основных акционеров ком-

пании могут требовать заключения соглашений, накладывающих на их участников обязательства соблюдать определенные процедуры при операциях с принадлежащими им акциями компании.

Как показывает практика российских компаний, такие соглашения нередко заключаются не только между акционерами закрытых компаний, но также и между основными акционерами открытых компаний (ОАО, акции которых котируются на бирже).

Согласно отчету о состоянии корпоративного управления в компании «Вимм-Билль-Данн», подготовленному агентством Standard & Poor's, девять контролирующих акционеров перед выходом в 2002 году на Нью-Йоркскую фондовую биржу заключили соглашение, предусматривающее согласованное голосование акционеров, являющихся участниками соглашения, на собраниях акционеров единым блоком в пользу позиции, которую поддержало 2/3 участников соглашения. В противном случае решение по такому вопросу либо принимается советом директоров (большинство в котором составляют независимые директора), либо вопрос снимается с повестки дня. Соглашение требует, чтобы в случае продажи акций лицам, аффилированным по отношению к существующим членам группы, такие лица приняли бы условия соглашения. Главная цель этого пункта соглашения заключается в том, чтобы предотвратить враждебное поглощение компании. Кроме того, соглашение предусматривает обязанность участников соглашения обеспечить большинство независимых членов в совете директоров компании.

В декабре 2004 г. Deutsche Telekom (DT) продал 15% акций ОАО «МТС» (из своего пакета в 25,15%). При этом контролирующий акционер МТС «АФК «Система» заключил с DT соглашение, в соответствии с которым DT не имеет право продавать третьей стороне оставшиеся у него 10,15% акций до 15 августа 2005 г. или до

истечения полугода после предстоящего IPO «Системы». При этом стороны договорились о том, что в составе совета директоров МТС останутся 2 представителя ДТ.

Наиболее эффективным считается заключение таких соглашений в зарубежной (британской, швейцарской) юрисдикции, так как такое соглашение, заключенное в российской юрисдикции, с очень высокой степенью вероятности может быть оценено как не имеющее правовой силы и, следовательно, не может быть использовано для судебного иска участниками соглашения.

В ходе аудита корпоративного управления основные акционеры компании могут оценить вероятность возникновения расхождений между ними в отношении ключевых вопросов управления компанией или вероятность появления у кого-то из членов группы основных акционеров намерения продать свои акции. Основные акционеры могут принять решение о разработке и заключении соглашения между ними, которое бы предотвратило утрату ими контроля над компанией, определить круг вопросов, для принятия решений по которым будет требоваться согласие всех участников основной группы акционеров или их подавляющего большинства.

Дивидендная политика компании является одним из важных факторов, влияющих на ее инвестиционную привлекательность. Как показывает практика, основные собственники российских компаний при выработке дивидендной политики исходят, прежде всего, из того, насколько важен этот способ получения выгод от деятельности компании для них в сравнении с выгодами, которые они могут получить от роста инвестиционной привлекательности компании и иных путей получения выгод от деятельности компании (трансфертные цены; оплата консалтинговых, управленческих и иных услуг, предоставляемых аффилированными с основными акционерами компаниями, и пр.). Дивидендная политика также может использоваться как важ-

ный инструмент перераспределения средств в группе компаний холдингового типа.

Например, компании, входящие в группу «Евраз Групп», находящиеся под управлением зарегистрированной в Люксембурге УК «Евраз», в 2005 г. выплатили дивиденды в очень значительном объеме: Новокузнецкий металлургический комбинат по итогам 2004 г. выплатил дивиденды в размере 70 млн долл., Качканарский ГОК объявил о намерении выплатить акционерам дивиденды за январь-сентябрь 2005 г. в размере 156 млн долл., Нижнетагильский комбинат заплатит за январь-сентябрь 2005 г. дивиденды в размере 203 млн долл., Западносибирский меткомбинат – 45,5 млн долл. Сама УК в мае 2005 г., перед проведением IPO, выплатила своим акционерам дивиденды в размере 200 млн долл., а по итогам первого полугодия – 193 млн долл. Дивидендная политика компании предусматривает ежегодные выплаты дивидендов в размере 25% от чистой прибыли. Аналитики считают, что выплаты дивидендов заводами группы являются прежде всего способом перераспределения средств внутри компании. Они оценивают его как «самый цивилизованный», так как он дает возможность получить дивиденды и миноритарным акционерам (ни в одном предприятии группы «Евраз» не владеет 100% акций).

Однако не все российские компании, даже включая те, акции которых прошли листинг на российских и зарубежных биржах, используют выплату дивидендов в качестве важного инструмента перераспределения средств внутри группы компаний.

Например, как показывает анализ финансовой отчетности ОАО «Мечел», важным каналом перераспределения средств внутри группы является не выплата дивидендов предприятиями группы, а выплаты дочерними и зависимыми обществами материнской (управляющей) компании, осуществляемые на основании договоров об оказании консультационных услуг по

финансовой и управленческой деятельности и за использование ДЗО товарного знака группы.

РАО «ЕЭС», помимо получения дивидендов от своих ДЗО, получает от них средства в виде абонентской платы за пользование магистральными сетями.

При этом надо иметь в виду, что риски, связанные с получением выгод материнской компанией от ее ДЗО не путем получения дивидендов, а иными путями, возрастают в результате более жесткой позиции налоговых органов.

В начале 2005 г. УФНС по Центральному округу г. Санкт-Петербурга предъявило ОАО «Ленэнерго» претензии на сумму около 360 млн руб., сочтя абонентскую плату, перечисленную «Ленэнерго» в пользу РАО «ЕЭС», безвозмездной помощью, и признав недопустимым отнесение соответствующих расходов на уменьшение налогооблагаемой прибыли.

Опыт ряда российских компаний дает примеры различных вариантов дивидендной политики для решения различных целей.

ОАО «Калина» на протяжении 2000-2005 гг. регулярно выплачивала дивиденды по обыкновенным акциям, ежегодно удваивая процент от чистой прибыли, направляемый на эти цели, и выплачивая их в течение 30 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов с даты принятия соответствующего решения советом директоров. Эта дивидендная политика была частью стратегии контролирующего акционера компании, направленной на повышение стоимости компании через первичное размещение акций (продажа пакета акций ЕБРР в 2001 г.), IPO (на ММВБ в 2004 г.), продажу крупного пакета акций группе инвестиционных фондов в 2005 г. Показательно, что капитализация компании на протяжении указанного периода постоянно росла и не снизилась даже при снижении чистой прибыли в 2004 г. на 7% по сравнению с 2003 г.

АФК «Система» не платила дивидендов по

итогам 2000-2002 гг. По итогам 2003 г. компания заплатила дивиденды по обыкновенным акциям в размере 8,29% от чистой прибыли, а по итогам 2004 г. – 8,49% от чистой прибыли. Эта дивидендная политика осуществлялась в рамках подготовки IPO акций компании, которое было проведено в феврале 2005 г. Однако в процессе роуд-шоу в период подготовки к IPO акций компании на Лондонской бирже (декабрь 2004 – январь 2005 г.) компания информировала будущих акционеров о том, что вся прибыль будет вкладываться в развитие компании и расходоваться на дивиденды в ближайшие годы будет лишь 2% от чистой прибыли по МСФО. Такой низкий уровень обещаний по дивидендам не повлиял на успех размещения акций. На общем собрании акционеров в июне 2005 г. было принято и закреплено в Положении о дивидендной политике решение на ближайшие годы выплачивать лишь 2% от чистой прибыли по обыкновенным акциям. По всей видимости, эта политика связана с планами компании вывести ряд своих дочерних компаний на IPO в 2006-2007 гг., что требует серьезных вложений в них.

ОАО «РБК-Информационные системы» вообще ни разу не выплачивала дивидендов, направляя всю прибыль на развитие компании. Однако цена акций компании с момента проведения ею IPO на ММВБ в 2002 г. выросла в несколько раз.

В процессе аудита корпоративного управления может быть подготовлен анализ того, какой должна быть дивидендная политика компании в среднесрочной и долгосрочной перспективе с учетом вышеуказанных факторов, а также потребности основных акционеров в средствах, например, на развитие других бизнесов, не связанных с данной компанией. Результаты этого анализа будут положены в основу положения о дивидендной политике компании, которое, таким образом, будет представлять собой не декларативный, а важный рабочий документ.

В ходе аудита корпоративного управления решается большой круг проблем, связанных с формированием и организацией работы органов управления и контроля компании (совета директоров, комитетов совета директоров, исполнительного органа, службы внутреннего аудита и др.). Например, Федеральный закон «Об акционерных обществах» налагает ограничения в отношении участия менеджеров компании в составе совета директоров компании. В соответствии с п.2 статьи 66 закона члены коллегиального исполнительного органа общества не могут составлять более одной четвертой состава совета директоров (наблюдательного совета) общества. Следование букве закона означает, что должностное лицо или сотрудник компании, не являющийся членом коллегиального исполнительного органа (правления, дирекции), может стать членом совета директоров, не нарушая вышеуказанного требования закона. Однако портфельные инвесторы при оценке состава совета директоров следуют не этой букве закона, а своим представлениям о независимости членов совета. Проведение аудита корпоративного управления позволяет определить, целесообразно ли компании следовать лишь букве закона, требованиям правил листинга бирж, или стратегия компании требует включения в состав совета директоров членов, являющихся внешними, независимыми директорами не только с формальной, но и с реальной, содержательной точки зрения, способными внести серьезный вклад в достижение важнейших целей компании и готовых к интенсивной работе в этом качестве.

Действующее законодательство требует, чтобы на предварительное утверждение совета директоров выносились все сделки с активами компании, стоимость которых превышает 25% от балансовой стоимости совокупных активов компании. Однако миноритарные акционеры компаний, акции которых торгуются на биржах, настаивают на том, чтобы этот порог был зна-

чительно снижен, и совет директоров предварительно рассматривал и давал свое согласие на сделки со значительно меньшим объемом активов. Поэтому основные акционеры этих компаний нередко устанавливают более низкие уровни порога для распоряжения активами, а также стремятся более конкретно определить, как вычисляется этот порог: в абсолютных цифрах, в % от балансовой или рыночной стоимости. При этом вводятся специальные процедуры голосования на заседаниях совета директоров.

Исследование практики корпоративного управления в российских акционерных обществах, проведенное РИД по результатам 2005 года, выявило, что:

- 20% обследованных российских акционерных обществ расширяют полномочия совета директоров и относят к его компетенции утверждение сделок на сумму до 10% балансовой стоимости активов (среди компаний, включенных в листинг ведущих российских бирж, такой практике следует 28% компаний);

- 27% обследованных российских акционерных обществ расширяют полномочия совета директоров и относят к его компетенции утверждение сделок на сумму от 10 до 25% балансовой стоимости активов (среди компаний, включенных в листинг ведущих российских бирж, такой практике следует 19% компаний);

- 53% обследованных российских акционерных обществ относят к компетенции совета директоров только утверждение сделок на сумму от 25% до 50% балансовой стоимости активов (среди компаний, включенных в листинг ведущих российских бирж, такой практике следует 53% компаний).

В процессе аудита корпоративного управления основные собственники компании и ее высшие менеджеры могут определить, какие изменения, касающиеся утверждения сделок с активами компании, необходимо внести в полномочия совета директоров, исходя из необхо-

димости защиты прав существующих и будущих новых акционеров и эффективности принятия управленческих решений.

Одним из требований законодательства является раскрытие компаниями, публично размещающими свои акции, значительного объема информации о своей деятельности. Опыт проведения IPO компаний и последующего обращения акций показывает, что портфельные инвесторы настаивают на раскрытии компанией дополнительной информации о своей деятельности по сравнению с той, раскрытие которой требуется законодательством. Раскрытие дополнительной информации, как правило, очень позитивно влияет на оценку компании. Однако такое раскрытие связано и с дополнительными расходами, принятием дополнительных рисков. В процессе аудита корпоративного управления может быть осуществлена оценка таких рисков и выработаны не только общие принципы, но и технология раскрытия данной компанией информации о своей деятельности. В частности, регламенты, касающиеся состава, регулярности и ответственности за раскрытие информации, подлежащей обязательному раскрытию, и дополнительно раскрываемой информации.

В процессе проведения аудита корпоративного управления могут быть выявлены серьезные проблемы, связанные с раскрытием информации о тех или иных сторонах деятельности компании в предшествующий период, и приняты решения относительно того, каким образом решать эти проблемы.

Например, компания «Амтел-Фредештайн», основные активы которой находятся в России, накануне проведения IPO на Лондонской бирже в начале ноября 2005 г., несмотря на то что IPO будет проводить компания, зарегистрированная в Голландии, заявила в своем инвестиционном меморандуме, что «преимущественно в период до 31.12.2002 г. некоторые подразделения группы использовали специально созданные компании, акционерами которых они не являлись, для минимизации налоговых и таможенных платежей», и что методы, использовавшиеся для этого, могли не всегда полностью соответствовать требованиям налогового законодательства РФ и Украины.

Таким образом, аудит корпоративного управления является новым инструментом, использование которого позволит компании заранее оценить основные проблемы, существующие в текущей практике корпоративного управления, как с точки зрения требований законодательства, правил листинга бирж, требований целевых групп новых инвесторов, так и эффективности принятия важнейших управленческих решений, обеспечения интересов различных групп акционеров, в том числе и основных, с учетом будущей новой структуры акционерного капитала, выработать комплексную программу поэтапного улучшения практики корпоративного управления на основе баланса затрат, рисков и выгод, ориентируясь на среднесрочную и долгосрочную стратегию компании.