

Аудит корпоративного управления компании — важный этап подготовки компании к IPO

Игорь Беликов

директор Российского института директоров

Владимир Вербицкий

первый заместитель директора Российского института директоров

В соответствии с прогнозами аналитиков, в 2006–2008 гг. несколько десятков российских компаний проведут IPO как на зарубежных, так и на российских биржах.

Как показывает опыт, проведение IPO является важным стратегическим выбором и требует значительного объема работ для того, чтобы размещение акций прошло успешно.

Базовыми условиями успешного размещения акций является формирование и реализация ясной стратегии развития компании; создание прозрачной структуры собственности и эффективной структуры управления; внедрение управленческого учета и современной финансовой отчетности (в т.ч. в соответствии с МСФО). К экономическим факторам, влияющим на успешное проведение IPO следует отнести наличие у компании:

- высокого темпа 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, узнаваемых товаров, услуг (желательно — общенациональных или региональных брэндов);
- устойчивого темпа роста рентабельности;
- стратегии развития.



Игорь Беликов

Стратегии внедрения эффективной системы корпоративного управления

Вместе с тем, одним из важных факторов, обуславливающих успешное проведение компанией IPO, обеспечения ее высокой инвестиционной привлекательности как в период проведения IPO, так и в последующий период, является создание *эффективной системы корпоративного управления*.

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

Как показывает международный и российский опыт компаний, осуществивших IPO, такой шаг может являться частью неодинаковых стратегий их развития. В частности, основные акционеры одних компаний проводят IPO в рамках стратегии сохранения за собой контроля за компаниями на достаточно длительный период, а другие — в рамках стратегии, предусматривающей готовность и даже заинтересованность отказа от контроля, переход на позицию миноритарных акционеров. Проведение IPO может быть также шагом к последующей более или менее быстрой продаже основателями компании контрольного пакета акций портфельным инвесторам или стратегическому инвестору, опираясь на биржевую цену акций (часто она бывает значительно выше цены, которую дают стратегические инвесторы за акции непубличной компании с сопоставимыми показателями).

Различия в этих стратегиях влекут за собой неодинаковый подход к тому, в каком объеме и в какой последовательности разумно внедрять в компании компоненты «передовой практики» корпоративного управления. Ведь внедрение эффективного корпоративного управления — это поиск разумного баланса между затратами и рисками, связанными с таким внедрением, и выгодами.

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.



Владимир Вербицкий

Поэтому для российской компании, готовящей IPO, рациональный подход к созданию системы корпоративного управления заключается не в том, чтобы брать за широкое внедрение всей совокупности рекомендаций «передовой практики», копируя 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, с ее стратегией, реальными ожиданиями тех новых инвесторов, на которые компании ориентируются в процессе IPO, требованиями органов регулирования и бирж, связанных с IPO.

Корпоративное управление может выступать не только способом выстраивания отношений между основателями компании и привлекаемыми новыми акционерами. Оно может служить и эффективным инструментом выработки более четких принципов отношений между существующими основными акционерами, разрешения возможных конфликтов между ними, выстраивания отношений с другими категориями инвесторов



РОССИЙСКИЙ
ИНСТИТУТ ДИРЕКТОРОВ

Российский Институт Директоров (РИД) — некоммерческое партнерство, созданное крупнейшими российскими компаниями-эмитентами в 2001 г.

с целью разработки, внедрения и мониторинга стандартов корпоративного управления в России.

Сегодня членами РИД являются 20 крупнейших российских компаний-эмитентов: ОАО «АФК «Система», ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания», ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «КАМАЗ», ООО «НИКОХИМ», ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «НК «ЮКОС», ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», ООО «РусПромАвто», ОАО «Связьинвест», ОАО «Северсталь», ОАО «СУАЛ-холдинг», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «ТАИФ», ОАО «Татнефть», ОАО «Татэнерго», ОАО «Силовые машины», ФК «Уралсиб», ОАО «Уралсвязьинформ», ОАО «ЦентрТелеком».

РИД сотрудничает с рядом международных организаций: Международной финансовой корпорацией (IFC), Мировым Банком, Конференцией ООН по торговле и развитию (UNCTAD), Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD), Национальной ассоциацией корпоративных директоров США (NACD), Международным центром частного предпринимательства (CIPE), Агентством международного развития США (USAID) и др.

РИД впервые в России подготовил и издал учебники: «Совет директоров в системе корпоративного управления» и «Корпоративный секретарь в системе корпоративного управления».

Национальный Реестр профессиональных корпоративных директоров сегодня включает около 220 корпоративных директоров, успешно работающих в советах директоров и комитетах более 320 российских компаний и банков, представляя интересы акционеров и государства как акционера.

В рамках проекта «Национальный рейтинг корпоративного управления» консорциума Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА» проводится оценка уровня корпоративного управления в 150 российских компаниях.

С 2001 г. РИД осуществляет подготовку кадров для компаний — лидеров российского бизнеса. Около 2000 членов советов директоров и высших менеджеров из 1200 российских компаний прошли обучение на курсах профессиональной подготовки РИД.

Российский институт директоров реализует программы сотрудничества по внедрению в практику деятельности региональных российских компаний передовых стандартов корпоративного управления. Партнерская сеть РИД функционирует в 15 субъектах Российской Федерации.

(теми или иными категориями кредиторов), инструментом повышения эффективности работы органов управления и контроля и более эффективного взаимодействия между акционерами и менеджерами.

Опыт работы Российского института директоров с компаниями по проблемам внедрения эффективной системы корпоративного управления показывает, что наилучшим способом определения того, что необходимо сделать для улучшения существующей в компании системы корпоративного управления, является проведение в ней *аудита корпоративного управления*.

Для чего нужен аудит корпоративного управления?

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

В нашем понимании, аудит корпоративного управления несет более широкое содержание — это оценка основных компонентов

корпоративного управления конкретной компании с точки зрения понимания основными собственниками компании стратегии ее развития, в т.ч. стратегии привлечения инвестиций. Соответствие процедур корпоративного управления требованиям действующего законодательства является составной частью аудита корпоративного управления.

Аудит корпоративного управления компании 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 ее среднесрочной и долгосрочной стратегии, сочетания ее 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, планируемых решить с его помощью.

Технология проведения аудита корпоративного управления включает в себя следующее:

- 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 альтер-

натив компании, их взаимосвязи с системой корпоративного управления.

- Анализ внутренних документов компании, 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:

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

Что дает реструктуризация основных активов?

Рассмотрим ряд примеров, показывающих, на какие вопросы могут быть получены ответы в ходе аудита корпоративного управления компании, готовящейся к IPO.

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 из компании значительных денежных средств.

Поэтому, в процессе подготовки IPO основные акционеры компании должны рассмотреть необходимость перевода основных активов, благодаря которым создается стоимость, в ту компанию, ценные бумаги которой предлагаются инвесторам².

² В ноябре 2004 г. ОАО «Седьмой континент» (сеть магазинов) провело успешное IPO своих акций на ММВБ. При анализе проспекта эмиссий и инвестиционного меморандума аналитики инвестици-

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

В процессе подготовки к IPO проведение аудита корпоративного управления позволит основным собственникам компании заранее разработать и наиболее эффективно реструктуризировать активы компании, акции которой будут предлагаться в рамках IPO.

Специальные соглашения, что они решают?

Международная «передовая практика» КУ негативно относится к любому ограничению на распоряжение акционерами своими акциями. Однако интересы основных акционеров компании могут требовать заключения соглашений, накладывающих на их участников обязательства соблюдать определенные процедуры при операциях с принадлежащими им акциями компании.

онных компаний указывали, что недвижимость сети принадлежит не ОАО «Седьмой континент», а компании ОАО «Столичные гастрономы», которую также контролируют собственники ОАО «Седьмой континент». Такая ситуация, отмечали аналитики, создает дополнительные риски для потенциальных покупателей акций. IPO 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 проведенному 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 принадлежала торговая марка «Магнит», под которой работала сеть. Однако все имущество сети принадлежало ЗАО «Магнит». В результате реструктуризации центром консолидации активов группы стало ЗАО «Магнит».

Как показывает практика российских компаний, такие соглашения нередко заключаются между акционерами не только закрытых, но и между основными акционерами открытых компаний, акции которых котируются на бирже³.

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 не иметь 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 продать свои акции. Основные ак-

³ 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 состоит в том, чтобы предотвратить враждебное поглощение компании. Кроме того, соглашение предусматривает обязанность его участников 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 полугодия после предстоящего IPO «Системы». При этом стороны договорились о том, что в составе совета директоров МТС останутся два представителя DT.

ционеры могут принять решение о разработке и заключении соглашения между ними, которое бы предотвратило утрату ими контроля над компанией, определить круг вопросов, принятие решений, по которым требуется согласие всех участников основной группы акционеров или их подавляющего большинства.

Дивидендная политика

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, 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 важный инструмент перераспределения средств в группе компаний холдингового типа⁴.

⁴ 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 выплатил по итогам 2004 г. 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 акци-

Однако основные акционеры не всех российских компаний, даже включая те, акции которых прошли листинг на российских биржах и за рубежом, используют выплату дивидендов в качестве важного инструмента перераспределения средств внутри группы компаний⁵.

При этом надо иметь в виду, что риски, связанные с получением выгод материнской компанией от ее ДЗО не за счет дивидендов, а иными путями, возрастают в результате более жесткой позиции налоговых органов⁶.

Опыт ряда российских компаний дает примеры различных вариантов дивидендной политики для решения различных целей⁷.

онерам (ни в одном предприятии группы «Евраз» не владеет 100% акций).

⁵ 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 на основании договоров об оказании консультационных услуг по финансовой и управленческой деятельности и за использованием ДЗО товарного знака группы. РАО «ЕЭС», помимо получения дивидендов от своих ДЗО, получает от них средства в виде абонентской платы за пользование магистральными сетями.

⁶ В начале 2005 г. УФНС по Центральному округу г. Санкт-Петербурга предъявило ОАО «Ленэнерго» претензии на сумму ок. 360 млн. руб., сочтя абонентскую плату, перечисленную «Ленэнерго» в пользу РАО «ЕЭС», безвозмездной помощью и признав недопустимым отнесение соответствующих расходов на уменьшение налогооблагаемой прибыли.

⁷ 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 частное размещение акций (продажа пакета акций ЕБРР в 2001 г.), IPO (на ММВБ в 2004 г.), продажа крупного пакета акций группе инвестиционных фондов в 2005 г. с целью возможной продажи контрольного пакета по высокой цене. Показательно, что капитализация компании на протяжении указанного периода постоянно росла и не снизилась даже при

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, который, таким образом, будет представлять собой не декларативный, а важный рабочий документ.

Организационные проблемы

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

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 на Лондонской бирже (декабрь 2004–январь 2005 г.) компания информировала будущих акционеров о том, что вся прибыль будет вкладываться в развитие компании и на дивиденды в ближайшие годы будет расходоваться 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 решение на ближайшие годы платить лишь 2% от чистой прибыли по обыкновенным акциям и закрепить его в «Положении о дивидендной политике». По всей видимости, эта политика связана с планами компании вывести свои дочерние компании на IPO в 2006–2007 гг., что требует серьезных вложений в них. ОАО «РБК-Информационные системы» вообще ни разу не выплачивала дивиденды, направляя всю прибыль на развитие компании. Однако цена акций компании с момента проведения ею IPO выросла в несколько раз.

«Об акционерных обществах» налагает ограничения в отношении участия менеджеров компании в составе ее совета директоров. 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, требований правил листинга бирж или же стратегия компании требует включения в состав совета членов, являющихся внешними, независимыми членами не только с формальной, но и реальной, содержательной точки зрения, способными внести серьезный вклад в достижение важнейших целей компании и готовыми к интенсивной работе в этом качестве.

Роль независимых директоров

Вступившие в силу с 1 января 2006 г. правила листинга на российских биржах, основанные на приказе ФСФР России от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», предусматривают, что для включения акций и облигаций в котировальные списки категории А первого и второго уровней, их эмитенты должны иметь в составе своих советов директоров не менее трех независимых директоров, а для включения акций в котировальный список категории Б — одного независимого директора.

Поэтому, компания, готовящая IPO, должна подобрать соответствующие кандидатуры для избрания в состав своего совета директоров, и обеспечить их избрание. Очевидно, что до проведения IPO таких членов совета можно

избрать только голосами основных акционеров компании.

Как правило, такому избранию предшествуют переговоры между акционерами и кандидатами об условиях их членства в совете, обязательствах, принимаемых этими лицами после их избрания в состав совета по отношению к компании и основным акционерам (предварительные консультации по голосованию, неразглашение информации о деятельности компании в период работы в совете и на протяжении определенного периода после прекращения членства в совете, и т.п.), и обязательствах, принимаемых компанией и основными акционерами по отношению к этим лицам (обеспечение информацией, полномочия совета, форма и размер вознаграждения, страхование ответственности члена совета и т.п.).

Растущее число российских компаний накануне IPO, особенно если размещение акций проводится на зарубежных или параллельно на зарубежных и российских биржах, избирают в состав советов директоров в качестве внешних (независимых) членов советов директоров авторитетных российских или иностранных граждан. Избрание независимым членом совета директоров российской компании такого гражданина требует от самой компании соблюдения более высоких стандартов организации работы совета директоров, а от российского акционера, избравшего его, умения выстроить отношения с ним при уважении его высокого статуса в деловом и профессиональном сообществе, его опасений за свою деловую репутацию. Избрание такого члена совета предполагает выплату ему вознаграждения за работу в качестве члена совета. Размер вознаграждения зависит от размера компании и масштабов ее бизнеса, интенсивности работы совета, ожиданий, возлагаемых на данного члена совета. Очевидно, что опыт и знания авторитет членов советов директоров таких лиц, их личные связи в российском и зарубежном деловом сообществе, инвестиционных кругах позволяют им оказать российским компаниям существенную помощь с точки зрения поиска инвесторов, улучшения имиджа.

В процессе аудита корпоративного управления основные собственники компании могут определить количество внешних членов совета,

которое они считают целесообразным, проанализировать — каким требованиям должны отвечать кандидаты, помимо минимальных требований, определенных правилами листинга бирж, разработать проекты соглашений с лицами, которые затем будут избраны в состав совета.

Упомянутые правила листинга требуют создания в составе совета директоров одного или двух (в зависимости от категории котировального списка) комитетов — комитета по аудиту и комитета по кадрам и вознаграждениям, возглавляемых и состоящих преимущественно из независимых членов совета. Помимо этих, компании может быть полезно создание и других комитетов, например, комитета по стратегии, комитета по корпоративному управлению.

В процессе аудита корпоративного управления основные собственники компании могут определить число комитетов, которые целесообразно сформировать в совете директоров компании к моменту проведения IPO, их цели и задачи, соотносить число и критерии отбора членов совета с требованиями, касающимися состава и руководства этими комитетами.

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 значительном снижении этого порога, и чтобы 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 процентах от балансовой или рыночной стоимости, а также вводятся специальные процедуры голосования на заседаниях совета директоров⁸.

⁸ Исследование практики корпоративного управления в российских акционерных обществах, про-

Как согласовать интересы различных групп акционеров?

В процессе аудита корпоративного управления основные собственники компании и ее высшие менеджеры могут определить — какие изменения необходимо внести в полномочия совета директоров, касающиеся утверждения сделок с активами компании, исходя из необходимости защиты прав существующих и будущих новых акционеров и эффективности принятия управленческих решений.

Раскрытие информации и привлечение инвестиций или дополнительные риски?

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, которая требуется законодательством. Как правило, раскрытие дополнительной информации, очень позитивно влияет на оценку компании. Однако такое раскрытие связано и с дополнительными расходами, и дополнительными рисками. Поэтому, в процессе аудита корпоративного управления может быть осуществлена

оценка этих рисков и выработаны не только общие принципы, но и технология раскрытия 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 выявлены серьезные проблемы, связанные с раскрытием в ходе планируемого IPO, информации о тех или иных сторонах деятельности компании в предшествующий период и приняты решения относительно того, каким образом решать эти проблемы⁹.

Если аудит корпоративного управления проводится за достаточно длительное время перед IPO, он может помочь снизить риски, связанные с возможным повышенным вниманием налоговых служб в финансовой отчетности компании, накануне IPO, заранее отказаться от наиболее агрессивных схем налоговой оптимизации и показать улучшение финансовых показателей постепенно, например, в течение 2–3 лет¹⁰.

Таким образом, аудит корпоративного управления является новым инструментом, использование которого позволит компании

ведённое РИД по результатам 2005 года выявило следующие данные:

- 20% обследованных российских акционерных обществ расширяют полномочия совета директоров и относят к его компетенции утверждение сделок на сумму до 10% балансовой стоимости активов (такой практике следует 28% компаний, включённых в листинг ведущих российских бирж);
- 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 (такой практике следует 19% компаний, включённых в листинг ведущих российских бирж);
- 53% обследованных российских акционерных обществ относят к компетенции совета директоров утверждение сделок на сумму от 25% до 50% балансовой стоимости активов (среди 53% компаний, включённых в листинг ведущих российских бирж).

⁹ 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, использованные для этого, могли не всегда полностью соответствовать требованиям налогового законодательства РФ и Украины.

¹⁰ Например, финансовая отчетность некоторых компаний по итогам деятельности за последний год, предшествующий планируемому проведению IPO, показывает прибыль, которая в разы, а то и на порядок превышает прибыль, которую компания показывала в предшествующие годы.

заранее оценить основные проблемы, имеющиеся в ее 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 с учетом ее среднесрочной и долгосрочной стратегии на основе баланса затрат, рисков и выгод.

По прогнозам многих аналитиков, хотя в ближайшие 1,5–2 года число IPO российских компаний значительно увеличится, ажиотаж инвесторов в отношении их акций снизится, и они будут более взвешенно подходить к их

покупке. В пользу такой тенденции говорят следующие факторы:

- В ряде отраслей, где прежде не было акций российских компаний, такие акции уже появились (компании потребительского сектора, компании розничной торговли).
- Нестабильность курса акций российских компаний после IPO на вторичном рынке.
- Завышенные, по мнению многих аналитиков и инвестфондов цены, устанавливаемые основными акционерами на акции в период IPO.
- Сохраняющиеся опасения в отношении обеспечения прав акционеров.

Эта тенденция будет требовать от российских компаний более тщательной подготовки к проведению IPO, одной из составляющих чего может стать более глубокая работа по совершенствованию системы корпоративного управления.