

**БЕЛИКОВ**

Игорь Вячеславович,  
директор Российского  
института директоров

**ВЕРБИЦКИЙ**

Владимир  
Константинович,  
первый заместитель  
директора Российского  
института директоров



## МЕТОДИКА ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В СРЕДНЕЙ КОМПАНИИ

*За последние годы экономический рост в стране приобрел достаточно устойчивый характер и стал распространяться с вершин корпоративного Олимпа на уровень средних компаний. Для все увеличивающегося числа средних компаний вопросы корпоративного управления приобретают все большую актуальность. При этом речь идет не о формальном следовании требованиям, закрепленным в действующей правовой базе, а о корпоративном управлении как ресурсе, использование которого может значительно способствовать успешному развитию.*

Необходимость для компаний заняться вопросами корпоративного управления, прежде всего, связывают с привлечением инвестиций путем публичного предложения своих акций на биржевом рынке. А так как среди инвесторов, приобретающих акции российских компаний, очень большую долю составляют иностранные инвесторы, то условием успешного их привлечения, помимо соблюдения действующего российского корпоративного законодательства, считается внедрение «передовой практики» корпоративного управления (corporate governance best practices) — обширного набора рекомендаций, разработанных объединениями инвесторов, международными организациями

и финансовыми институтами, консалтинговыми компаниями. Объем этих рекомендаций с каждым годом растет, затрагивая все новые стороны деятельности компании, прямо или косвенно связанные с корпоративным управлением<sup>1</sup>. Очевидно, что внедрение всех этих рекомендаций требует значительных финансовых и человеческих ресурсов. И понятно, что эти ресурсы сильно различаются у компаний масштаба ЛУКойла, Норильского Никеля, чей оборот и рыночная стоимость исчисляются десятками миллиардов долларов, а деятельность приобретает все более глобальный характер, и у компаний с оборотом в несколько десятков или даже две-три сотни миллионов долларов,

<sup>1</sup> Например, по мнению экспертов рейтингового агентства Standard & Poors<sup>1</sup>, среднестатистический «рациональный инвестор» оценивает риски, связанные с информационной открытостью компании, по 100 позициям (не считая рисков, связанных с другими составляющими процесса корпоративного управления). // Standard & Poor's. Исследование информационной прозрачности российских компаний, 2005 г., с. 22-25.

работающих в лучшем случае в масштабах России, а чаще всего – лишь двух-трех десятках экономически наиболее развитых регионов.

### **Ключевая стратегическая альтернатива средних компаний**

Что же является эффективной политикой для средней российской компании с точки зрения формирования и развития ее системы корпоративного управления?

Основой для выработки и реализации такой политики для средней компании является ее стратегия. Ключевая стратегическая альтернатива для средних российских компаний заключается в выборе между ориентацией на продажу компании ее нынешними собственниками (чаще всего они являются и их основателями) в течение ближайшего года-двух и ориентацией на самостоятельное развитие компании, по крайней мере, в среднесрочной перспективе (3 — 5 лет). Тот или иной стратегический выбор в рамках этой альтернативы означает реализацию различной политики в области корпоративного управления.

### **Корпоративное управление с перспективой продажи компании**

Число покупателей средних компаний на российском рынке за последние годы заметно возросло, стал более разнообразным их состав (стратегические отраслевые инвесторы, крупные российские и зарубежные финансовые инвесторы, фонды прямых инвестиций, в отдельных случаях — портфельные инвесторы). Расширяется и число отраслей, к которым такие покупатели проявляют интерес.

Стратегический выбор в пользу продажи компании, казалось бы, априори означает минимальный объем работ, который необходимо осуществить в компании ее нынешним собственникам с точки зрения выстраивания в ней системы корпоративного управления. Ведь компания все равно перейдет другому собственнику (собственникам), который уже будет делать в этой сфере то, что сочтет нужным с

точки зрения своих интересов. Однако ситуация не является столь однозначной.

Полная одномоментная продажа всей компании является лишь одним, наиболее простым вариантом продажи. Как показывает практика, собственники российской компании могут быть заинтересованы в том, чтобы продать контрольный пакет, но сохранить за собой часть акций.

*В ноябре 2006 г. российский собственник компании ЗАО «ЗиО-Здоровье» (г. Подольск) продал 51% своих акций исландской компании Actavis Group, являющейся одним из крупнейших европейских производителей лекарств. Условием продажи акций западному инвестору стали конкретные требования в отношении инвестиций в компанию и ее дальнейшее развитие. При этом все прежние акционеры ЗиО остались в числе собственников компании, продав свои акции Actavis пропорционально имевшимся у них долям.*

*Весной 2005 г. основатель компании «Идеальная чашка» (сеть кофеен, г. Санкт-Петербург) продал 85% своих акций инвестиционному фонду Trigon Direct Investments, сохранив за собой 15% акций, должность генерального директора компании и место в совете директоров.*

*В июле 2005 г. инвесткомпания «Финам» и венчурный фонд ЕБРР Norum совместно приобрели 52,9% акций холдинга, которому принадлежит компания «Бука», один из российских лидеров по производству компьютерных игр. До продажи контрольного пакета компания в равных долях принадлежала 4 российским собственникам. Один из них продал все свои акции, а остальные трое — только по 9,3% акций, сохранив за собой все остальные.*

*В октябре 2006 г. автомобильное подразделение немецкого концерна Siemens приобрело 51% акций калужского предприятия НПП «АВТЭЛ», производящего электронные автокомпоненты. У двух российских компаний, представляющих интересы российских собственников (в числе которых и часть высших менеджеров «АВТЭЛ»), осталось по 24,5% акций «АВТЭЛ».*

Можно привести и другие примеры того, как, продавая контрольный пакет акций стратегическому инвестору, российские основатели компаний сохраняют за собой ту или иную долю акций, рассчитывая на дальнейший существенный рост стоимости компании и остающихся у

них ценных бумаг. Более того, в немалом числе случаев бывшие владельцы контрольного пакета остаются в составе исполнительного руководства и/или в советах директоров этих компаний. Есть предположение, что они могли заключить с западным инвестором соглашение о последующем выкупе у них остающихся акций по более высокой цене, чем цена продажи первого пакета. Очевидно, что правильным способом обеспечения своих интересов для них было бы обеспечение возможности существенного влияния на процессы управления или принятия важнейших решений с использованием инструментов корпоративного управления.

Хотя в целом практика корпоративного управления в западных компаниях находится на достаточно высоком уровне, это не означает, что российским акционерам стоит полностью полагаться на милость своего зарубежного старшего партнера. Есть примеры того, как российские миноритарные акционеры в компаниях, приобретенных крупными западными компаниями, оказывались в ущемленном положении, а их интересы игнорировались. В случае приобретения контрольного пакета крупной российской компанией опасность для прежних владельцев, превращающихся в миноритарных акционеров, пожалуй, даже еще выше. Поэтому основателям компаний можно порекомендовать в процессе переговоров о продаже контрольного пакета новым контрольным собственникам (иностранным или российским) достичь соглашения о внедрении (сохранении) в практику компании механизмов корпоративного управления, которые обеспечивали бы соблюдение их интересов (дивидендная политика, обязательства по раскрытию информации, повышенная роль совета директоров и т.д.).

Как показывает практика, в том числе и российская, ориентация на одномоментную продажу всей компании или контрольного пакета ее акций одному стратегическому или финансовому инвестору не всегда позволяет прежним владельцам получить наилучшую цену. Может оказаться, что продажа путем растянутого во времени процесса, включающего «порционную»

продажу акций (в том числе и увеличение их числа путем дополнительной эмиссии) различным категориям инвесторов позволит прежним собственникам получить цену, в несколько раз превышающую ту, которую они могли бы получить от прямой разовой продажи всех акций или контрольного пакета одному инвестору.

*Показательным в этом отношении является стратегия основного акционера компании ОАО «Калина» (г. Екатеринбург). В результате ваучерной приватизации в середине 90-х г.г. инвестор Т. Горяев стал владельцем почти 80% акций компании по производству косметики. Новый владелец не был выходцем из косметической отрасли.*

*Заняв нишу недорогой косметики повседневного пользования и обеспечив стабильную работу компании, основной акционер в 2001 г. продал 19% ее акций одному из инвестиционных фондов ЕБРР. В том же году в состав совета директоров компании вошел внешний член совета — иностранец, голландец Х. Фрейман, рекомендованный ЕБРР. Осенью 2003 г. компания объявила, что Х. Фрейман является независимым директором. Финансово-экономические показатели компании постепенно улучшались, хотя темпы роста ни в коей мере не могли сравниться с темпами, которые демонстрировали компании торговли, а также производства продуктов питания и напитков. Стратегических инвесторов, мечтавших о приобретении активов в российской косметике, не было вовсе. Однако фондовый рынок постепенно развивался, и на нем появлялись портфельные инвесторы, заинтересованные в диверсификации своих вложений в новые отрасли, в том числе и в компании, хотя и не демонстрирующие стремительных темпов роста, но развивающиеся стабильно. И основной акционер «Калины», занимавший пост генерального директора, учитывал это в своей стратегии.*

*Дивидендная политика компании показывала следующие результаты: по итогам 2000 г. — 1,5% от чистой прибыли; по итогам 2001 г. — 1,9%; по итогам 2002 г. — 3,6%; по итогам 2003 г. — 10,6%; по итогам 2004 г. — 21,9.*

*В конце апреля 2004 г. компания успешно разместила на ММВБ часть акций из новой эмиссии, пакета ЕБРР и из пакета основного акционера.*

*В мае 2004 г. компания объявила, что Х. Фрейман был избран председателем ее совета директоров. Российская пресса прокомментировала это решение как «первый в России случай назначения*

независимого председателя совета директоров». Избрание вызвало очень позитивные комментарии аналитиков, представителей инвестиционных компаний.

В 2004 г. компания приняла собственный кодекс корпоративного управления, сформировала комитеты по аудиту, по кадрам и вознаграждениям в составе совета директоров. Значительно повысилось качество годовых отчетов компании.

В январе 2005 г. компания объявила о решении выпустить АДР первого уровня на 19,9% своих акций. В первой половине 2005 г. ЕБРР продал оставшиеся у него 11,3% акций двум международным фондам.

На общем собрании акционеров в мае 2005 г. был избран совет директоров из 7 человек, из которых 4 — иностранцы, двое из которых были квалифицированы как «независимые директора», а Х. Фрейман был переизбран председателем совета.

К ноябрю 2005 г. капитализация компании увеличилась в 2,4 раза по сравнению с концом 2004 г., а к середине декабря выросла еще на 20%. В начале декабря 2005 г. 20 инвестиционных фондов купили примерно 20% акций компании, принадлежавших основному акционеру. После размещения под контролем Т. Горяева осталось около 30% акций компании. По мнению аналитиков, в обозримом будущем этот пакет также будет продан.

Очевидно, что стратегия постепенной продажи компании, с использованием как прямых продаж инвестиционным фондам, так и организованного фондового рынка, требует от компании и ее основного собственника (собственников) значительно большей работы в области корпоративного управления. Она включает в себя:

- соответствие требованиям бирж (если компания проводит листинг своих акций) в отношении корпоративного управления эмитента;
- принятие дополнительных обязательств, на которые обращают внимание фонды портфельных инвестиций;
- внедрение мотивации менеджеров, ориентированной на повышение стоимости акций компании.

Однако, как показывает пример «Калины», результатом такой работы может стать продажа акций компании по постоянно растущей цене, многократно превышающей ту, которую были готовы дать за нее прямые инвесторы.

## **Вопросы корпоративного управления в условиях самостоятельного развития**

Выбор в пользу сохранения контроля основного акционера (или небольшой группы акционеров-основателей) над компанией и ее самостоятельного развития означает, что в течение ближайших 3—4 лет основному акционеру предстоит решать широкий круг проблем, включая и тот или иной набор шагов в области корпоративного управления компанией.

Перед компаниями, сделавшими такой стратегический выбор, стоят две большие группы проблем. Первая — поиск новых бизнес-идей, своей ниши, конкурентных преимуществ, мотивация ключевого персонала на достижение целей в рамках такого выбора. Вторая — привлечение необходимых для развития новых средств.

Важным и до сих пор очень недооцененным инструментом решения первой группы проблем может стать совет директоров. Очевидно, чтобы внести серьезный вклад в обеспечение успешного самостоятельного развития компании, ее совет директоров должен значительно повысить эффективность своей работы. Что это означает на практике?

Прежде всего, это означает необходимость привлечения в него людей, обладающих бизнес-опытом, знаниями в тех или иных сферах ведения бизнеса и оригинальным мышлением. Как показывает опыт успешных компаний, таких людей можно найти не только в своей отрасли.

Процедуры работы совета директоров средней компании могут нарушать те канонические представления о разделении управления и контроля (исполнительный орган — совет директоров), которые даются зарубежной «передовой практикой» корпоративного управления. Особенно в ситуации, когда основной собственник активно участвует в управлении компанией.

Включение в совет директоров такой компании внешних директоров (не являющихся ее сотрудниками и акционерами) не связано с представительством интересов внешних акционеров и поэтому не имеет никакого отношения

к формальным критериям «независимости». Привлечение людей со стороны здесь определяется исключительно их способностью внести вклад в развитие бизнеса компании путем принесения нового опыта и знаний, оригинального, объективного, «стороннего» (с точки зрения «незамысленности» повседневной управленческой текучкой) взгляда на проблемы компании.

Полномочия совета директоров такой средней компании в решающей степени зависят от того, какое место в управленческой системе компании занимает ее основной акционер — является ли он главой исполнительного органа, председателем совета директоров или не занимает формальных позиций в органах управления (что в средних компаниях бывает весьма редко), а также от того, есть ли в компании другие значимые собственники и какова степень их участия в управлении. Если компания фактически имеет одного акционера (и он занимает должность главы исполнительного органа), то скорее всего у совета директоров этой компании функции контроля за деятельностью главного управляющего, других высших менеджеров, оценки работы менеджмента, определения вознаграждения высшего менеджмента будут очень сильно урезаны или могут вообще отсутствовать, и решения по этим вопросам будет принимать главный управляющий — основной (единственный) акционер. В таком случае совет директоров будет осуществлять преимущественно или исключительно консультативно-советнические функции по этим вопросам. Кроме того, в компетенцию совета директоров будут, по-видимому, входить функции содействия в разработке стратегии, ее реализации,

корректировке, генерации новых бизнес-идей, выработка современной технологии контроля<sup>2</sup> за реализацией стратегии компании, разработкой системы мотивации менеджеров<sup>3</sup>.

В случае если основной акционер является председателем совета и не является единоличным исполнительным органом, то по его поручению совет может исполнять определенные контрольные функции в таких вопросах, как внедрение системы управления рисками, внутренний контроль, выявление конфликтов интересов в деятельности наемных высших менеджеров. Важно их правильно прописать, определить конкретную работу совета по их реализации. В ситуации, когда компания принадлежит небольшой группе собственников, эффективной моделью является участие этих собственников в осуществлении контрольных функций совета. Это также требует четкого определения этих функций, порядка их исполнения, согласования действий основных собственников по их реализации самими или, по их поручению, другими членами совета, привлеченными внешними специалистами.

Направленность совета на решение практических задач и сведение к минимуму ритуально-процедурных составляющих требует внедрения в работу совета технологий, повышающих эффективность и креативность этой работы<sup>4</sup>. Носители успешного управленческого опыта, новых знаний, оригинальных идей — весьма занятые люди, время которых дорого, а ресурсы средней компании по компенсации им затрат этого времени ограничены. Технологии эффективного обсуждения проблем позволят использовать таких внешних членов совета с

<sup>2</sup> Под «технологией контроля» мы понимаем оценку реализации стратегии и результатов работы на основе конкретных показателей, механизм выработки и корректировки этих показателей. В настоящее время в большинстве средних компаний, на наш взгляд, отсутствует как раз эффективная технология контроля — контрольных показателей мало, определяют они произвольно, оценка осуществляется нередко не в соотношении с этими показателями, а с субъективными ощущениями собственников.

<sup>3</sup> Обеспечение успешного самостоятельного развития средней компании — чрезвычайно сложная задача. Для ее успешной реализации исключительно важное значение имеет формирование соответствующей управленческой команды. От ее членов потребуются очень творческая и напряженная работа. В то же время возможности по мотивации высших менеджеров в средней компании несравненно меньше, чем в крупной. Поэтому поиск форм мотивации является задачей, справиться с которой самому основному акционеру может быть крайне сложно.

<sup>4</sup> К таким технологиям относятся, например, «мозговая атака» (несколько разновидностей), «анализ силового поля», «причинно-следственная диаграмма» и другие.

максимальной пользой.

Интенсивная работа совета директоров требует решения вопроса о вознаграждении его членов, прежде всего внешних, с учетом, с одной стороны, ограниченных возможностей средних компаний, а с другой стороны — высоких ожиданий, возлагаемых на совет и приглашаемых внешних его членов в особенности. Здесь есть большое поле для поиска. Как уже было сказано, второй круг проблем, которые необходимо решать компаниям, сделавшим стратегический выбор в пользу самостоятельного развития, это привлечение внешних инвестиций, без которых обычно реализовать серьезные планы развития невозможно. С этих позиций развитие практики корпоративного управления зависит от основных избранных способов привлечения таких инвестиций: банковские кредиты, займы на фондовом рынке, привлечение стратегического инвестора, IPO и т.д.

Очевидно, что банки, выдающие кредиты на цели проектного финансирования, различные категории покупателей облигаций компании, фонды прямых инвестиций смотрят на корпоративное управление компаний, инвесторами которых они выступают, несколько иначе, чем аналитики брокерских компаний, управляющие фондами портфельных инвестиций, страховых и пенсионных фондов, мелкие частные инвесторы. Поэтому рациональный подход компании, работающей с этими категориями инвесторов, должен заключаться не в том, чтобы братья за внедрение широким фронтом всей совокупности рекомендаций «передовой практики», копировать практику корпоративного управления крупнейших компаний, имеющих десятки или даже сотни тысяч акционеров, а в том, чтобы начать с внедрения мер, в которых в наибольшей степени заинтересованы ее реальные инвесторы.

#### *Банковские кредиты*

Что является основным для банка при принятии решения о выдаче кредита средней компании? Разумеется, финансовое состояние потенциального заемщика и его способность

предоставить надежное залоговое обеспечение по кредиту. Однако постепенно начинают появляться свидетельства того, что позитивная практика корпоративного управления компании-заемщика, при прочих равных условиях, дает этой компании определенные преимущества в отношениях с банками-кредиторами.

Наиболее значимыми аспектами практики корпоративного управления компании-заемщика для банка являются такие, как:

- прозрачность структуры собственности;
- наличие на балансе компании ее основных активов;
- хорошая репутация собственников компании;
- эффективная система внутреннего контроля и управления рисками в компании;
- высокая степень достоверности финансовой отчетности, наличие совета директоров (СД).

И улучшение практики корпоративного управления может стать одним из факторов, позволяющих получить кредиты от банка на более благоприятных условиях.

В частности, некоторые средние компании идут на такой шаг, как избрание представителя банка, являющегося ее важным финансовым партнером, в свой совет директоров. Являясь членом совета директоров компании-заемщика, представитель банка имеет возможность получить более комплексное представление о компании, ее устойчивости и перспективах развития. Нам известны примеры, когда такая информация побуждала банк предоставить компании кредиты на значительно более благоприятных условиях, так как банк видел очень хорошие перспективы развития компании и был очень заинтересован в том, чтобы стать ее долговременным финансовым партнером.

#### *Облигационные заимствования*

Еще одним инструментом привлечения долговых средств на инвестиционные цели для средних компаний является выпуск облигаций.

*Конечно, российский облигационный рынок в*

своей основе является рынком крупных компаний. Однако и средние компании имеют возможность использовать его для привлечения средств на период обычно до 3 лет, реже — до 4-х, и, по мнению экспертов, этот срок в будущем увеличится. Уже в настоящее время на этом рынке работают такие средние компании, как ОАО «ИНПРОМ» (г. Таганрог), ЗАО «Готэк» (г. Железнодорожск, Курская обл.), ООО «Группа ЛСР» (г. Санкт-Петербург), ООО «Искитимцемент» (г. Новосибирск), ОАО «Машиностроительный завод «Арсенал» (г. Санкт-Петербург), строительная группа «Камская долина» (г. Пермь), ЗАО «Русский продукт», ОАО «Русский текстиль», лизинговая компания «Открытие» (г. Ханты-Мансийск), ЗАО «Сальмон Интернешенел», ОАО «Хлеб Алтая», «Югтранзитсервис» (г. Таганрог).

В соответствии с нормативными актами,

принятыми Федеральной службой по финансовым рынкам<sup>5</sup> и правилами листинга бирж, основанными на этих актах, для включения облигаций компаний в котировальные списки «А» первой и второй категорий и в котировальный список «Б» эти компании должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компаний, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным требованиям, касающимся их практики корпоративного управления. Требования, предъявляемые к практике корпоративного управления компаний в зависимости от включения их облигаций в тот или иной котировальный список, представлены в таблице 1.

**Табл. 1. Требования, предъявляемые к практике корпоративного управления компаний в зависимости от включения облигаций в котировальные списки**

| Требование, предъявляемое эмитенту   | Котировальный список «А1» и «А2» | Котировальный список «Б» |
|--|----------------------------------|--------------------------|
| Эмитентом должен быть сформирован совет директоров.  | +                                | --                       |
| В совете директоров эмитента за исключением эмитента, единственным участником (акционером) которого является Российская Федерация, должно быть не менее 1 независимого члена совета директоров.  | +                                | --                       |
| В совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по аудиту, возглавляемый независимым директором.  | +                                | --                       |
| Во внутренних документах эмитента должны быть предусмотрены обязанности членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа управления, лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, в том числе управляющей организации и ее должностных лиц, раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и (или) покупке ценных бумаг эмитента. | +                                | --                       |
| Совет директоров эмитента должен утвердить документ по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними.   | +                                | --                       |
| Совет директоров эмитента должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента.  | +                                | --                       |
| Эмитенты, которые не являются акционерными обществами, должны соблюдать положения нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, определяющие требования к раскрытию информации акционерными обществами.  | +                                | --                       |

<sup>5</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»; приказ N 06-68/пз-н от 22.06.2006 г. «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»; приказ N 06-4/пз-н от 12 января 2006 г. «О внесении изменений в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

Как видно из таблицы 1, для включения облигаций компании в котировальный список «А» ей необходимо иметь более серьезную практику корпоративного управления. Однако выпуски облигаций, включенных в более высокий листинг, как правило, пользуются повышенным доверием инвесторов и характеризуются более низкой доходностью, а следовательно более низкими затратами на обслуживание займа.

Таким образом, принятие более высоких стандартов корпоративного управления в случае, если компания в рамках своей стратегии планирует выпуск облигаций, дает вполне ощутимую финансовую выгоду.

#### *Частное размещение акций*

Помимо долговых инструментов привлечения инвестиций средние российские компании также пользуются и долевыми инструментами, которые включают в себя частное размещение акций среди очень ограниченного круга инвесторов (это может быть даже лишь один инвестор) и публичное размещение своих акций.

Основными представителями прямых инвесторов выступают фонды прямых инвестиций (ФПИ) — финансовые институты, созданные специально для приобретения пакетов акций перспективных средних компаний. Среди работающих в России фондов можно выделить тех, кто представляет западных инвесторов, например, фонды под управлением Baring Vostok Capital Partners, Mint Capital, Russia New Growth, Eagle Russia Fund, так и фонды, представляющие крупных российских частных инвесторов, например, фонд «Ренова-Капитал», фонды под управлением УК «Альфа-Капитал», фонд UFG Private Equity.

ФПИ приобретет акции компании лишь в том случае, если достигнет соглашения с ее собственниками-основателями о создании такой системы корпоративного управления, которая обеспечила бы его интересы как неконтрольного акционера. Обычно ФПИ выдвигает в качестве условия своего вхождения в капитал компании следующие требования к ее практике

корпоративного управления:

- соблюдение требований действующего корпоративного законодательства;
- независимо от размера приобретенного пакета акций фонд настаивает на получении блокирующих прав, на праве вето по ряду ключевых вопросов при их решении советом директоров или общим собранием акционеров. К таким правам обычно относятся следующие:
  - ▼ принятие решений о дополнительной эмиссии акций;
  - ▼ совместное решение о выходе из компании. Как правило, соглашение акционеров предусматривает, что российский акционер имеет право выкупить акции у фонда по цене, которая будет предложена стратегическим или финансовым инвестором, а также, что в случае, если российский акционер не может заплатить такую цену, он соглашается на полную продажу компании стратегическому или финансовому инвестору;
  - ▼ утверждение бизнес-плана компании и существенных изменений в него;
  - ▼ увольнение генерального директора, финансового директора, директора по стратегии и/или бизнесу (3 — 4 ключевые фигуры в исполнительном органе). Фонд стремится к тому, чтобы исполнительный орган состоял из профессиональных менеджеров, подбор которых осуществляется по согласованию с фондом;
- приоритетная ориентация фонда на рост стоимости компании. Существенное значение для фонда имеет наличие в компании системы мотивации высших менеджеров, основанной на росте стоимости компании;
- Фонд настаивает на формировании профессионального и реально работающего совета директоров с участием своих представителей и, возможно, независимых директоров из числа известных западных менеджеров или специалистов;
- в тех случаях, когда стратегия выхода предусматривает возможность проведения IPO, к концу срока пребывания фонда в числе

акционеров компании в составе ее совета директоров могут создаваться комитеты;

- в компании должно быть организовано эффективное раскрытие информации для основных акционеров о тех показателях ее деятельности, которые они считают для себя важными;

- получение дивидендов не имеет для фонда существенного значения. Основная ориентация фонда — значительный рост стоимости акций. Правда, могут быть отдельные бизнесы, не требующие постоянного реинвестирования прибыли для роста их стоимости. В таких случаях фонд будет заинтересован в получении дивидендов.

Как видим, перечисленные элементы системы корпоративного управления средней компании, которые необходимо создать для привлечения фонда прямых инвестиций, логично дополняют те компоненты, которые полезно внедрить как ресурс для выработки новых идей и регулирования отношений собственников-основателей компании.

Учитывая несовершенство российского корпоративного законодательства, в подавляющем числе случаев фонд настаивает на том, чтобы указанные принципы корпоративного управления российской компании, в число акционеров которой входит фонд, были закреплены путем заключения между фондом и российскими акционерами-основателями компании соглашения акционеров (shareholder agreement) в зарубежной юрисдикции. Для этого оформляется владение российской компанией через компанию, зарегистрированную за рубежом (обычно в оффшорной зоне).

Помимо ФПИ, управляющих средствами частных инвесторов, источником долевых инвестиций для средних российских компаний могут выступать и такие международные финансовые институты, как ЕБРР и МФК.

В 2001-2003 гг. МФК разработала методологию оценки состояния практики корпоративного управления (IFC Corporate Governance

Methodology) в компаниях, которые получают инвестиции МФК, и различного рода дополняющие ее вопросники.

В ходе проекта «Улучшение корпоративного управления в России» (2003-2004 гг.) экспертами МФК была разработана чрезвычайно подробная матрица оценки практики корпоративного управления в компаниях с позиций наиболее продвинутых стандартов международной передовой практики корпоративного управления. Эта матрица включает в себя следующее:

- приверженность принципам корпоративного управления (13 вопросов);
- практика работы совета директоров (60 вопросов);
- раскрытие информации (68 вопросов);
- права акционеров (35 вопросов).

Стандарты, на которых основана матрица, не выдвигались в качестве неперемennого исходного условия получения российской компанией инвестирования со стороны МФК, однако реализация компанией хотя бы части этих стандартов при начальной оценке и в процессе сотрудничества с МФК рассматривалась как одно из преимуществ, при прочих равных условиях.

Очевидно, что не для всех российских компаний, обращающихся за получением финансирования от МФК, целесообразно создавать систему корпоративного управления, которая существует в крупных западных корпорациях и из которой исходят рекомендации МФК. Поэтому одним из важных компонентов процесса подготовки к переговорам с МФК о получении инвестиций и взаимодействия с МФК после получения инвестиций является оценка текущего состояния своей практики корпоративного управления и внедрение такой системы, которая бы представляла собой рациональный баланс между рекомендациями МФК, с одной стороны, и потребностями развития компании, затратами на создание такой системы, с другой стороны, с учетом среднесрочной и долгосрочной стратегии компании.

Принципы, которыми руководствуется ЕБРР при приобретении пакетов акций средних российских компаний, в целом весьма схожи с теми принципами, которыми руководствуется МФК, хотя есть и некоторые особенности.

#### *Публичное размещение акций*

Новой и самой сложной формой привлечения долевых инвестиций для средних российских компаний является размещение своих акций на организованном фондовом рынке. Для тех компаний, акции которых не торгуются на бирже (а таких среди средних российских компаний – подавляющее большинство), это означает подготовку и проведение первичного публичного размещения акций (IPO) и последующую работу по поддержанию курса ее акций.

IPO — это комплексный инструмент привлечения инвестиций, открывающий широкие возможности для дальнейшего развития бизнеса (улучшение имиджа компании и повышение доверия инвесторов и кредиторов как следствие, сокращение ставок по кредитам и купона по облигациям; улучшение структуры капитала и привлечение значительных средств, которые позволяют компании сделать качественный рывок в развитии через поглощение новых компаний или выход на новые рынки; возможность привлекать средства на бирже впоследствии через доразмещения акций (follow-on) и вторичные размещения (SPO).

*Примером компании, для которой IPO стало началом бурного развития, является компания «Пава» (ранее «Хлеб Алтая», Барнаул). Компания провела IPO 22 марта 2005 года на ММВБ. Выручка компании по результатам 2004 года составляла всего \$80 млн. Спрос на ценные бумаги компании превысил предложение на 47%. В ходе IPO компания привлекла \$8 млн. Ставки по банковским кредитам компании были снижены уже при появлении новостей о планируемом размещении на бирже. Вырученные от IPO средства компания направила на развитие: уже в мае выпустила новый сорт муки; разработала новую линейку крекеров и начала крекерное производство; запустила новую линию по производству сахарного печенья и производство подсолнечного масла. В*

*июне «Пава» приобрела компании «Романовское ЗПП» и «Романовский агрохолдинг», осенью 2005 года — 25% в компании «Сельхозхолдинг» и 60% акций компании «Зауральский крекер»; выгодно разместила облигации. В планах компании на 2007-2008 годы — дальнейшие приобретения активов, расширение бизнеса, размещение 25-30% пакета акций на Лондонской фондовой бирже (AIM), выход на новые рынки и захват 10% доли российского рынка муки.*

Разумеется, для средних компаний перспективы привлечения инвестиций путем проведения IPO намного более ограничены, чем для крупных компаний, однако они существуют. Более того, в последнее время создаются условия, увеличивающие возможности по размещению акций на бирже для средних компаний (в особенности для компаний из таких отраслей, как информационные технологии, программирование, биотехнологии).

*Например, в октябре 2006 г. разработчик компьютерных игр G5 Entertainment, основанный российскими программистами, продал 30% акций за \$1 млн в ходе IPO на шведской бирже Nordic Growth Market (NGM). Инвесторы приобрели за \$1 млн допэмиссию акций компании в размере 15% от ее уставного капитала и еще 15% — у ее прежних владельцев. Гендиректор G5 В. Суглобов заявил, что на NGM провести IPO дешевле, чем в США или Лондоне. G5 — небольшая компания, и «на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи (AIM) ее акции могли бы просто затеряться». Сумму, которую получила компания от IPO, очень сложно собрать на российском инвестиционном рынке иным путем. Банки требуют залог, который по стоимости должен быть равен сумме кредита или быть больше, а компания не может его предоставить, так как ее производство не требует приобретения дорогих материальных активов. А венчурный инвестор («бизнес-ангел») обычно требует в обмен на такую сумму контроль над компанией путем продажи ему пакета акций в 70-80%. Эксперты отмечают, что российские биржи вполне готовы для проведения на них размещения акций малых и средних высокотехнологичных компаний.*

В соответствии с указанными актами ФСФР и правилами листинга бирж, для включения акций компаний в котировальные списки эти ком-

пании должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а

также их практики корпоративного управления. Требования, предъявляемые к практике корпоративного управления компаний в зависимости от включения их акций в тот или иной котировальный список, представлены в таблице 2<sup>6</sup>.

**Табл. 2. Требования, предъявляемые к практике корпоративного управления компаний в зависимости от включения акций в котировальные списки**

| Требование, предъявляемое эмитенту  | Котировальные списки «А1» и «А2» | Котировальные списки «Б» и «В» | Котировальный список «И» |
|---|----------------------------------|--------------------------------|--------------------------|
| Эмитентом должен быть сформирован СД.   | +                                | +                              | +                        |
| В совете директоров эмитента, за исключением эмитента, единственным участником (акционером) которого является Российская Федерация, должно быть не менее 1 независимого члена совета директоров.  | Не менее 3                       | Не менее 1                     | Не менее 1               |
| В совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по аудиту, возглавляемый независимым директором.   | +                                | +                              | --                       |
| В совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по кадрам и вознаграждениям, возглавляемый независимым директором.   | +                                | --                             | ---                      |
| Эмитентом должен быть сформирован коллегиальный исполнительный орган.   | +                                | --                             | --                       |
| Во внутренних документах эмитента должны быть предусмотрены обязанности членов СД, членов коллегиального исполнительного органа управления, лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, в том числе управляющей организации и ее должностных лиц, раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и (или) покупке ценных бумаг эмитента. | +                                | +                              | +                        |
| СД эмитента должен утвердить документ, определяющий правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте.   | +                                | +                              | +                        |
| СД эмитента должен утвердить документ по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними.  | +                                | +                              | +                        |
| СД эмитента должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента.   | +                                | +                              | --                       |
| В уставе эмитента должно быть предусмотрено, что сообщение о проведении годового общего собрания акционеров должно делаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок.   | +                                | +                              | +                        |

<sup>6</sup> Необходимо иметь в виду, что включение акций в котировальный список «В» осуществляется на срок не более 6 месяцев, а в котировальный список «И» на срок не более 5 лет с последующим их переводом в котировальный список «А» или «Б» при условии соответствия ценных бумаг и эмитента требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в соответствующий котировальный список. Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки «В» и «И» — более мягкие как относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента и минимальной стоимости акций, так и относительно уровня корпоративного управления.

Как показывает опыт компаний, сумевших добиться устойчивого роста стоимости своих акций на протяжении ряда лет, требования к практике корпоративного управления эмитентов, установленные указанными нормативными актами ФСФР и правилами листинга бирж, явились для них лишь исходным минимумом. Еще на стадии подготовки к IPO эти компании внедрили ряд дополнительных стандартов корпоративного управления, а после проведения еще больше расширили используемый ими инструментарий лучшей практики корпоративного управления, получили соответствующий рейтинг.

Наглядным примером такого рода является использование инструментов корпоративного управления в стратегии развития ОАО «РБК-Информационные системы».

Летом 2001 г. акционеры — основатели компании (3 физических лица, занимавших должности в органах управления компании) — избрали совет директоров из 11 человек, из которых 5 были иностранцами (независимыми директорами). В последующем число независимых директоров колебалось, но никогда не составляло менее 1/3 от общей численности совета.

Осенью 2001 г. компания провела частное размещение своих облигаций на сумму \$5 млн среди европейских инвесторов.

В апреле 2002 г. РБК провела первое в России IPO одновременно на ММВБ и РТС. Было размещено 16 млн акций (16% акционерного капитала) по цене \$0,83 за акцию. По итогам IPO было привлечено \$13,28 млн, капитализация компании составила \$83 млн, что было существенно больше, чем предлагали за компанию частные стратегические инвесторы. В июне 2004 г. РБК осуществила дополнительную эмиссию своих акций с размещением 15% от увеличенного уставного капитала на российских биржах.

Годовые отчеты компании, начиная с отчета за 2001 г., были разработаны с учетом рекомендаций зарубежной передовой практики корпоративного управления. Интернет-сайт компании стал очень насыщенным, и его раздел «Информация для инвесторов» стал регулярно раскрывать большой объем информации как по ключевым финансово-экономическим показателям деятельности компании, так и по всем важнейшим компонентам ее практики корпоративного управления.

В 2004 г. компания заняла 51-е место в рейтинге Deloitte & Touche Fast 500, который объединяет 500 наиболее быстро растущих технологических компаний развивающихся рынков.

Компания получила Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума РИД — «Эксперт РА» категории «А». Компания вышла на 14 место среди 60 крупнейших публичных российских компаний в исследовании информационной прозрачности рейтингового агентства Standard & Poors' за 2004 г. В 2004 г. в составе совета директоров созданы комитеты по аудиту и комитет по кадрам и вознаграждениям.

Осенью 2005 г. совет директоров принял решение увеличить количество объявленных акций с 15 млн шт. до 34,26 млн шт. (около 30% от уставного капитала). Из них 4,26 млн акций предназначается под опционную программу членам совета директоров.

Динамика рыночной стоимости компании выглядела за эти годы весьма впечатляюще:

31.12.2002 г. — 1,858,975,000 руб.

31.12.2004 г. — 8,705,210,000 руб.

31.12.2006 г. — 34,995,340,000 руб.

Таким образом, совершенствование корпоративного управления является одной из основных составных частей стратегии компании, желающей привлечь инвестиции на фондовом рынке. В настоящее время, когда все больше компаний из различных секторов выходят на публичный рынок, инвесторы все больше внимания уделяют именно уровню корпоративного управления и готовы платить значительную премию за компанию, проделавшую серьезную работу в этом направлении и достигшую результатов, соответствующих современным стандартам.

Итак, эффективный подход к формированию и развитию системы корпоративного управления в средних российских компаниях заключается в том, чтобы определить содержание и последовательность этой работы на основе представления их основных собственников о среднесрочной стратегии компаний и своих интересах в отношении них.

Даже в случае четкой ориентации собственников компаний на их продажу механизмы и технологии корпоративного управления могут быть

использованы ими для того, чтобы осуществить сделки по продаже максимально эффективно, особенно с учетом развивающейся практики различных вариантов продажи компаний.

В случае ориентации собственников компаний на самостоятельное развитие компаний под их контролем, по крайней мере в среднесрочной перспективе, содержание и последовательность работы по развитию практики корпоративного управления будет в решающей степени зависеть от того, какие категории инвесторов нынешние собственники намерены привлечь в свои компании. При этом надо иметь в виду, что привлечение инвестиций в самых простых формах (банковский кредит на цели проектного финансирования) может стать лишь первым шагом в реализации комплексной программы привлечения инвестиций, включающей более сложные формы и инструменты. Поэтому шаги по улучшению корпоративного управления с целью привлечения самых простых форм финансирования могут стать частью такой комплексной и долгосрочной программы.

По нашему мнению, наиболее эффективным

инструментом, помогающим выработать программу развития корпоративного управления в средней компании, является аудит ее корпоративного управления. Это 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; подготовку конкретных рекомендаций по совершенствованию системы корпоративного управления компании и ее основных компонентов. Соответствие процедур корпоративного управления требованиям действующего законодательства является лишь обязательным общим фоном.

Практика проведения аудита корпоративного управления, осуществленная экспертами Российского института директоров в ряде компаний, и последующая работа по реализации программы развития системы корпоративного управления, основанной на результатах аудита, показали высокую эффективность этого инструмента.

Лицензия А 180790 рег. № 019584 от 15.02.2006



## КОНСУЛЬТАЦИОННЫЕ СЕМИНАРЫ И ПРОГРАММЫ ПОВЫШЕНИЯ КВАЛИФИКАЦИИ

предварительный график на ноябрь 2007 г.

|                        |  |
|------------------------|--|
| 29 октября – 02 ноября | Консультационный семинар «Сделки с недвижимостью и особенности регулирования земельных отношений. Обзор практики рассмотрения споров»  |
| 12 – 13 ноября         | Консультационный семинар «Экстраординарные сделки в АО». Руководители семинара: д.и. СТЕПАНОВ, п.м. ФИЛИМОШИН  |
| 26 – 30 ноября         | Мастер-класс «Управленческий учет, бюджетирование и сбалансированная система показателей». Руководитель программы: А.А. МИЩКЕВИЧ   |
| 27 ноября – 07 декабря | Программа повышения квалификации «Корпоративное право и управление в акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью». Руководитель программы: А.А. ГЛУШЕЦКИЙ                                  |
| 27 – 28 ноября         | Консультационный семинар «Эмиссионные аспекты деятельности акционерных обществ. Реорганизация АО: организационно-правовой, эмиссионный и финансово-аналитический аспекты». Руководитель семинара: А.А. ГЛУШЕЦКИЙ |
| 29 ноября              | Консультационный семинар «Поглощение» и «вытеснение» в ОАО. Годовая практика применения изменений в акционерном законодательстве». Руководители семинара: А.А. ГЛУШЕЦКИЙ, д.и. СТЕПАНОВ, п.м. ФИЛИМОШИН          |
| 30 ноября              | Консультационный семинар «Проблемы и конфликты, связанные с подготовкой, созывом и проведением общего собрания акционеров». Руководитель семинара: А.А. ГЛУШЕЦКИЙ  |

Даты и подробные программы на сайте [www.corstrateg.ru](http://www.corstrateg.ru)  
Регистрация участников (495) 436-02-23, 251-12-36, 257-38-55