**Методика формирования и развития практики корпоративного управления в средней компании**

Беликов Игорь Вячеславович – директор Российского института директоров, Вербицкий Владимир Константинович – первый заместитель директора Российского института директоров

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 управ - лением1. 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, 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 . Фрей - ман 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 привнесения нового опыта и знаний , оригинального , объективного , «стороннего» ( с точки зрения «незамыленности» 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 консультатив - но - 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 контроля2 за реализацией стратегии компании , разработка системы мотивации менеджеров3.

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 работы4. 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 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 браться 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. Железногорск , Курская обл .), ООО «Группа ЛСР» ( г. Санкт - Петербург ), ООО «Искитимце - мент» ( г . Новосибриск ), 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 «Саль - мон Интернешенел» , ОАО «Хлеб Алтая» , «Югтран - зитсервис» ( г. Таганрог ).

В соответствии с нормативными актами, принятыми Федеральной службой по финансовым рынкам 5 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 «А 1 » и «А 2 »  | 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 должностныхлиц , раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента , а также о продажей ( 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 .  | +  | --  |

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 кор - поративного 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 непременного 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 компании 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 26.

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

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Требование , предъявляемое эмитенту  | Котировальные списки «А 1 » и «А 2 »  | 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 1независимого 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 .  | +  | +  | +  |

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 технологичных 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 .

1Например , по мнению экспертов рейтингового агентства Standard & Poors ' , 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.

2Под «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 , определяются они произвольно , оценка осуществляется нередко не в соотношении с этими показателями , а с субъективными ощущениями собственников .

3Обеспечение успешного самостоятельного развития средней компании – чрезвычайно сложная задача . Для ее успешной реализации исключительно важное значение имеет формирование соответствующей управленческой команды . От ее членов потребуется 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 .

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

5 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».

6Необходимо 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.