

Аудит корпоративного управления компании

66



**Игорь
Беликов**
директор
Российского института
директоров
E-mail автора:
belikov@rid.ru



**Владимир
Вербицкий**
первый заместитель
директора
Российского института
директоров
E-mail автора:
verbitsky@rid.ru

Российский бизнес, в том числе и быстрорастущие средние компании, все активнее осваивает современные методы управления. На протяжении последних трех-пяти лет на предприятиях были внедрены управленческий учет, МСФО, управление качеством и рисками, комплексная маркетинговая политика и др. Для большинства российских коммерческих структур финансовый аудит уже стал неотъемлемым условием ведения бизнеса, все больше компаний осваивает аудит бизнес-процессов.

По мере того как растут заинтересованность в привлечении инвестиций и понимание значимости корпоративного управления как фактора инвестиционной привлекательности, получает распространение и такой новый инструмент, как аудит корпоративного управления компанией.

Необходимость решения вопросов корпоративного управления (КУ) прежде всего связывают с привлечением российскими бизнес-структурами инвестиций путем публичного предложения акций компании на биржевом рынке. Залогом успеха подобной стратегии считается внедрение «передовой практики» корпоративного управления (*corporate governance best practices*) — обширного набора рекомендаций, разработанных объединениями инвесторов, международными организациями, финансовыми институтами, консалтинговыми компаниями. Однако, как показывает опыт, одновременное внедрение всего обширного набора рекомендаций международной передовой практики¹ нельзя назвать рациональным для всех отечественных компаний.

Корпоративное управление в российских условиях

Опыт российских компаний показывает, что даже для тех из них, которые уже вступили в стадию превращения в публичные, рациональная политика в области КУ заключается в **поэтапном внедрении** ключевых компонентов «передовой практики» с учетом следующих факторов:

- стратегии развития компании;
- степени заинтересованности основных акционеров в сохранении контроля над компанией;
- конъюнктуры мирового рынка инвестиций;
- конъюнктуры соответствующей отрасли;
- поведения тех групп инвесторов, которые выступают **реальными покупателями акций** компании и др.

Для коммерческих организаций, которые сейчас или в обозримом будущем не планируют вывод своих акций в публичное обращение, используя другие финансовые инструменты (например, кредиты на цели проектного финансирования, корпоративные облигации), и/или непубличное, частное размещение акций среди ограниченного круга инвесторов, объем и очередность работ по улучшению КУ будут иными.

Очевидно, что банки, выдающие кредиты на цели проектного финансирования, различные категории покупателей облигаций, фонды прямых инвестиций смотрят на КУ компаний, инвесторами которых они выступают, несколько иначе, чем аналитики брокерских фирм, 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», копируя опыт КУ крупнейших предприятий, имеющих десятки или даже сотни тысяч акционеров. Наоборот, разумно было бы

начать с принятия мер, согласующихся прежде всего со среднесрочной стратегией и в наибольшей степени отражающих интересы реальных инвесторов. А в дальнейшем действовать на основе уже решенных задач и в соответствии с возникающими целями или долгосрочной стратегией.

Стратегия компании может предусматривать вывод ее акций на организованный фондовый рынок (проведение IPO) — как при сохранении контроля над компанией со стороны ее основателей, так и учитывая их готовность отказаться от контроля. Однако возможны и другие варианты стратегии с использованием IPO: например, последующая более или менее быстрая продажа основателями компании контрольного пакета акций портфельным инвесторам или стратегическому инвестору. Стратегия компании может вообще не предусматривать вывод ее акций на организованный фондовый рынок, а основываться на привлечении стратегического инвестора — при сохранении контрольного пакета в руках основателей компании или их готовности уступить контроль (продав все принадлежащие им акции или сохранив за собой миноритарный пакет акций).

Очевидно, что различия в вариантах стратегии влекут за собой неодинаковый подход к тому, в каком объеме и какой последовательности разумно внедрять в компании компоненты «передовой практики» КУ. Ведь внедрение эффективного корпоративного управления представляет собой поиск разумного баланса между затратами и связанными с внедрением рисками — с одной стороны, и выгодами — с другой.

Если бы следование рекомендациям «передовой практики» в полном объеме приносило компаниям одни лишь выгоды, то ими бы давно воспользовалось подавляющее большинство бизнес-структур независимо от их организационно-правовой формы и стратегии развития. Однако то, что этот процесс во всем мире развивается невысокими темпами, избирательно, зигзагообразно, свидетельствует о связанных с ним рисках и затратах.

Корпоративное управление может выступать не только способом выстраивания отношений между основателями компании и новыми акционерами или иными категориями инвесторов (те или иные категории кредиторов). Оно может служить и эффективным инструментом выработки более четких принципов взаимоотношений между основными акционерами или уточнения ранее выработанных норм разрешения возможных конфликтов между ними, повышающим

¹ Например, по мнению экспертов рейтингового агентства *Standard & Poor's*, среднестатистический «рациональный инвестор» оценивает риски, связанные с информационной открытостью компании, по 100 позициям (не считая рисков, связанных с другими составляющими процесса корпоративного управления). Более подробно см.: *Standard & Poor's*. Исследование информационной прозрачности российских компаний. — М., 2005.

результативность не только работы органов управления и контроля, но и взаимодействия между основными акционерами и менеджерами.

Аудит корпоративного управления

Опыт решения Российским институтом директоров проблем внедрения эффективной системы КУ показывает: наилучшим способом определения того, что необходимо сделать в компании с точки зрения совершенствования существующей в ней системы корпоративного управления, является проведение в компании аудита корпоративного управления.

За последнее время появилось несколько публикаций, использующих понятия «аудит корпоративного управления», «корпоративный аудит». Данные процессы понимаются авторами как регулярное проведение внешним консультантом оценки соответствия закрепленных во внутренних документах компании процедур КУ требованиям нормативно-правовых актов.

Аудит корпоративного управления, на наш взгляд, шире оценивает основные компоненты КУ с точки зрения понимания владельцами компании стратегии ее развития, в том числе стратегии привлечения инвестиций. Соответствие процедур КУ требованиям действующего законодательства является лишь обязательным фоном в рамках аудита КУ.

Аудит корпоративного управления означает выявление сильных и слабых сторон существующей в компании практики КУ в сравнении со стратегическими целями организации; определение задач, которые необходимо решить в области КУ для достижения этих целей; подготовку конкретных рекомендаций по совершенствованию системы КУ компании и ее основных компонентов.

В процессе проведения аудита КУ определяются содержание и последовательность комплекса работ по улучшению КУ компании на основе ее среднесрочной и долгосрочной стратегий; возможного сочетания их вариантов; интересов собственников; требований законодательства и соответствующих стратегии требований институтов финансовой инфраструктуры (например, требований листинга бирж в случае, если стратегия предусматривает вывод тех или иных категорий ценных бумаг компании на организованный фондовый рынок); позиции приоритетных групп инвесторов. Поскольку при выработке стратегии компании позиция ее основных собственников является определяющей, то, как правило, она является ключевой и при формулировании целей проведения аудита и задач, которые планируется решить с его помощью.

Технология проведения аудита КУ включает в себя следующие основные этапы:

- получение информации об исходном состоянии КУ на основе развернутой специальной анкеты;
- индивидуальные интервью с руководящими лицами компании (члены правления, совета директоров), крупными акционерами (их представителями), портфельными инвесторами (при наличии таковых) с целью понимания и уточнения стратегических возможностей, интересов, целей и альтернатив компании, их взаимосвязи с системой КУ;

- анализ внутренних документов компании, регулирующих все компоненты КУ;
- сравнительный анализ состояния КУ в сопоставимых (с точки зрения размеров и стратегии бизнеса) зарубежных и российских компаниях;
- выработка рекомендаций по поэтапному улучшению практики КУ на основе стратегии развития бизнеса компании.

Основные компоненты практики КУ, подлежащие аудиту:

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

Опыт проведения аудита КУ дает основание выделить следующие основные группы компаний в зависимости от целей его проведения:

- компании, готовящиеся к публичному привлечению инвестиций;
- компании, готовящиеся к частному привлечению инвестиций;
- компании, рассматривающие улучшение КУ как инструмент повышения общеуправленческой эффективности (включая контроль со стороны существующих акционеров за менеджментом), совершенствования отношений между существующими акционерами.

Содержание рекомендаций для каждой из вышеуказанных групп компаний существенным образом различается.

Практические аспекты проведения аудита

Рассмотрим несколько примеров, которые показывают, на какие вопросы могут быть получены ответы в ходе аудита КУ.

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

На основе результатов аудита КУ главные акционеры смогут оценить целесообразность использования таких посредников основным предприятием (на которое и будут привлекаться инвестиции) и продумать связанные с этим процедуры (подготовка убедительного обоснования в отношении стоимости приобретения такого посредника и ее соответствия ценам рынка). Если принять подобные меры до привлечения новых акционеров затруднительно, то основным акционерам рекомендуется

подготовить разъяснение в отношении данной ситуации и предложить будущим акционерам решение этой проблемы (например, взяв обязательство приобрести на баланс компании таких посредников в течение короткого времени до продажи пакета акций новым акционерам либо какого-то короткого времени после того, как пакет акций компании будет продан новым акционерам).

Международная «передовая практика» КУ негативно относится к любым ограничениям, накладываемым на возможности акционеров свободно распоряжаться своими акциями. Однако интересы основных акционеров компании могут требовать заключения соглашений, в соответствии с которыми их участники принимают на себя обязательство соблюдать определенные процедуры при операциях с принадлежащими им акциями компании.

Как показывает российская практика, такие соглашения нередко заключаются между основными акционерами как открытых (ОАО, акции которых котируются на бирже), так и закрытых компаний (ЗАО).

Девять основных акционеров компании «Вимп-Билль-Данн» (в совокупности им принадлежит контрольный пакет акций) в январе 2002 г., перед проведением IPO акций на Нью-Йоркской фондовой бирже, перезаключили соглашение о партнерстве и сотрудничестве. Это соглашение предусматривает голосование акционеров, являющихся участниками соглашения, на собраниях акционеров единым блоком в пользу позиции, которую поддержало 2/3 участников соглашения. В противном случае либо решение по такому вопросу принимается советом директоров (большинство в котором составляют независимые директора), либо вопрос снимается с повестки дня. Соглашение требует, чтобы в случае продажи акций лицам, аффилированным по отношению к существующим членам группы, такие лица приняли бы условия соглашения. Участники соглашения ежегодно устанавливают квоты на продажу акций каждым участником группы. Главной целью этого пункта соглашения является предотвращение враждебного поглощения компании. Кроме того, соглашение предусматривает обязанность его участников обеспечить большинство независимых членов в совете директоров компании.

В декабре 2004 г. Deutsche Telekom (DT) продал 15% акций ОАО «МТС» (из своего пакета в 25,15%). При этом контролирующий акционер МТС АФК «Система» заключил с DT соглашение, в соответствии с которым DT не имеет права продавать третьей стороне оставшиеся у него 10,15% акций до 15 августа 2005 г., т. е. до истечения полугодия после предстоящего IPO «Системы». При этом стороны договорились о том, что в составе совета директоров МТС останутся два представителя DT.

По итогам аудита КУ основные акционеры компании могут оценить:

- вероятность возникновения расхождений между ними в отношении ключевых вопросов управления компанией;
- вероятность появления у кого-то из группы основных акционеров намерения продать свои акции;

- последствия такого решения для интересов остальных членов группы основных акционеров;

а также принять решение о разработке и заключении соглашения, которое предотвратило бы утрату ими контроля над компанией. Заключение таких соглашений является в большинстве случаев непереносимым условием продажи пакета акций фондам прямых инвестиций (между акционерами — основателями компании и фондом).

Например, фонды прямых инвестиций, работающие в России, в подавляющем большинстве случаев настаивают на том, чтобы такое соглашение предусматривало право всех акционеров компании (как фондов, так и российского акционера) продать акции стратегическому инвестору, который готов заплатить более высокую цену, чем та, по которой российский акционер (обычно основатель компании или ее менеджмент) готов выкупить акции у фонда. В соглашении может быть включен пункт о праве российских акционеров — основателей компании первыми получить предложение о приобретении принадлежащих фонду акций.

Выплата дивидендов может быть важным способом получения акционерами, в том числе и основными, выгод от деятельности компании. Степень важно-

**11 ЕЖЕГОДНЫЙ
МЕЖДУНАРОДНЫЙ**

CEO Forum

**ФОРУМ ГЕНЕРАЛЬНЫХ
ДИРЕКТОРОВ УКРАИНЫ**
11 - 12 апреля 2006
Отель Рэдиссон САС
Киев, Украина

АУДИТОРИЯ:

собственники, президенты, генеральные директора, руководители крупных украинских и российских компаний

КЛЮЧЕВЫЕ ВОПРОСЫ:

- Глобальная экономика и перспективы украинских компаний
- Жесткая конкурентная борьба
- Стратегическое виденье CEO
 - Лидерство
- Эффективность корпоративного управления и стоимость компании
- Инновационный вектор компании
 - Инвестиции

ОРГАНИЗАТОР **FAService** ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР **INCOM**
ИНФОРМАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ИТ-УСЛУГИ

по вопросам участия звоните: **(+38 044) 284-30-81/83** программа и регистрация on-line: **WWW.FAS.COM.UA**

сти данного способа в значительной степени зависит от возможностей получения этими акционерами выгод от деятельности компании иными путями (трансфертные цены, оплата консалтинговых, управленческих и иных услуг, предоставляемых аффилированными с основными акционерами компаниями и пр.). В процессе аудита КУ может быть подготовлен анализ того, в какой степени в среднесрочной перспективе целесообразно использовать выплату дивидендов как важный способ получения выгод от деятельности компании с учетом прогноза сокращения возможностей для использования иных способов получения выгод. Результаты этого анализа могут быть закреплены в документе о дивидендной политике компании, который, таким образом, будет представлять собой не декларативный, а важный рабочий документ.

В ходе аудита КУ решается большой круг проблем, связанных с формированием и организацией работы органов управления и контроля компании (совета директоров, комитетов совета директоров, исполнительного органа, службы внутреннего аудита и др.). Например, Федеральный закон «Об акционерных обществах» налагает ограничения на участие менеджеров компании в составе совета директоров. С формальной точки зрения эти ограничения легко обойти.

Однако проведение аудита корпоративного управления позволяет определить, целесообразно ли компании следовать лишь букве закона или же ее стратегия требует включения в состав совета участников, являющихся внешними, независимыми членами не только с формальной, но и реальной, содержательной точки зрения и способных внести серьезный вклад в достижение важнейших целей организации.

Необходимо ли, к примеру, учитывать требования, предъявляемые к составу совета директоров правилами биржевого листинга ценных бумаг? Какие кандидаты могут в наибольшей степени соответствовать формальным требованиям закона, правилам листинга и при этом пользоваться доверием акционеров, быть способными внести существенный вклад в успешное развитие компании? По каким направлениям и в каких сферах такой вклад особенно важен? Целесообразно ли избрать в состав совета представителя крупнейшего банка-кредитора голосами основных акционеров? Какие выгоды и риски может повлечь за собой такое решение?

Действующее законодательство требует, чтобы на предварительное утверждение совета директоров выносились все сделки с активами компании, стоимость которых превышает 25% от балансовой стоимости ее совокупных активов. Является ли этот порог оптимальным с точки зрения баланса оперативности принимаемых высшими менеджерами решений и сохранности активов? Не разумно ли снизить эту планку — по любым активам или в отношении определенных активов? Например, фонды прямых инвестиций одним из обязательных условий своего вхож-

дения в капитал компании выдвигают получение права вето по достаточно широкому кругу управленческих решений. Готовы ли к этому основные акционеры?

Ответы на эти и другие вопросы будут получены в процессе аудита КУ, в частности работы органов управления и контроля.

В числе требований законодательства и настоятельных рекомендаций различных категорий инвесторов — раскрытие компаниями, привлекающими инвестиции, информации о своей деятельности, в частности о структуре собственности. Однако раскрытие этих сведений, по мнению основных собственников, может нести не только выгоды, но и определенные риски. Поэтому в процессе аудита КУ может быть осуществлен анализ рисков и выгод, связанных с раскрытием информации о структуре собственности, и сделаны выводы о том, в какой степени в рамках действующего законодательства компания будет осуществлять эту деятельность, каковы будут стадии повышения информационной прозрачности компании, какие подготовительные шаги для этого потребуются.

Компании, планирующие частные размещения, предварительно могут оценить различные схемы их проведения и разработать новые, позволяющие осуществить их без публичного раскрытия бенефициарной структуры собственности.

Например, в рамках подготовки к проведенному в ноябре 2005 г. частному размещению 21% акций среди группы частных фондов владельцы компании ОАО «Нутритекхолдинг» продали принадлежавшие им 100% акций компании (оформленные на четыре ООО и номинальное держание в «Уралсибе») зарегистрированному на Кипре частному фонду прямых инвестиций *Marshall Milk Investment* (объемом около 200 млн долл.), которым управляет компания *Marshall Capital Partners*. Как считают аналитики, прежний контролирующий акционер и его партнеры стали одними из крупнейших акционеров фонда. В ноябре 2005 г. эта управляющая компания провела успешное размещение акций «Нутритекхолдинга» от имени *Marshall Milk Investment* примерно среди 20 фондов прямых инвестиций. Управляющий директор *Marshall Capital Partners* стал председателем совета директоров, а бывший председатель совета директоров «Нутритекхолдинга» — генеральным директором компании.

Таким образом, аудит КУ является новым инструментом, использование которого позволит компании выработать поэтапную программу улучшения практики корпоративного управления с учетом ее среднесрочной и долгосрочной стратегии на основе баланса затрат, рисков и выгод. Проведение такого аудита, на наш взгляд, крайне важно для тех российских компаний, в стратегию развития которых заложено привлечение внешних инвестиций, особенно в форме модного сейчас IPO.