

ГЛАВА I. МОЖЕТ ЛИ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ СЛУЖИТЬ СРЕДСТВОМ ЗАЩИТЫ ОТ ЭПИДЕМИИ РИСКОВ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В РОССИЙСКУЮ ЭКОНОМИКУ?

Пол Остлинг¹

Предлагаемая вниманию читателей статья посвящена некоторым весьма деликатным вопросам, влияющим на жизнь и удачу в бизнесе миллионов людей, прежде всего россиян, которые выигрывают или проигрывают от степени негативности восприятия мировым инвестиционным сообществом «инвестиционных рисков» России и развития российского корпоративного управления и прозрачности.

Оглядываясь на прошедшие 24 года, мы должны признать огромные и подчас драматические изменения всех коммерческих, политических и социальных систем в России и СНГ в период с 1989 по 2000 г. Однако, если применять критерии измерений, принятые во всем мире (такие как прямые иностранные инвестиции, IPO, рыночная капитализация, темпы роста ВВП), с середины-конца 1990-х по 2007-08 гг. в России отмечались значительные улучшения. С этого времени, даже если учесть и вынести за скобки фактор Великой рецессии, в определенных существенных аспектах Россия, как представляется, пострадала в большей степени, чем другие страны БРИКС. В настоящий момент можно отметить как факт весьма негативное отношение инвесторов к рискам, связанным с Россией. Действительно, общим местом стало отношение к присущим России рискам, как к эпидемии. Симптомами заболевания являются и снижение российской активности по IPO, и возросшая премия за риск для России, и дисконт к рыночной капитализации, применяемый к российским организациям. Также необходимо отметить анемичные, полуживые иностранные инвестиции, растущее бегство капитала и некоторое невыраженное ощущение на рынке, заключающееся в том, что

¹ Пол Остлинг, председатель совета директоров компании Brunswick Rail Management, независимый член совета директоров, председатель комитета по аудиту ОАО «Уралкалий».

корпоративное управление в России, при очевидных улучшениях, все же не успевает за ожиданиями инвестиционного сообщества.

Сотни тысяч инвесторов и бизнесменов, внесших свой вклад в успехи России на протяжении последних 20-ти лет, могут быть благодарны за возможность участвовать в эпохальных преобразованиях и за связанные с этим преимущества. В качестве платы за такую привилегию они должны честно высказывать свое мнение и, конечно же, что-то **ДЕЛАТЬ** в связи с этим. Среди инвесторов есть те, кто исполняют эту обязанность вместе с нами, находясь в Лондоне и Нью-Йорке (или в любом другом месте, где бы они не находились), для снижения рисков и совершенствования механизмов добросовестного корпоративного управления в России. На данный момент у нас это получается не особенно хорошо.

Что бы ни говорилось во всех негативных или критических статьях, Россия имеет и будет иметь стратегическое значение. Миллионы россиян сделают блистательную карьеру. Будут сколачиваться состояния. Акции российских компаний будут обращаться на биржах в России и за рубежом. Российская нефте- и газодобывающая отрасли по-прежнему будут востребованы как источник энергоресурсов для экономик, в которых заняты миллиарды людей по всему миру. Россия существует и будет существовать вне зависимости от того, ощущает ли риск международное сообщество инвесторов. Однако, на протяжении 1990-х, какими бы хаотичными и подчас трагичными эти годы ни были, существовало ясное ощущение движущей силы и реальных возможностей. Все можно было открыто обсуждать. Мы все *ожидали и предчувствовали* перемены и предлагали модели таких перемен. «Коммунизм» «пал» и, хотя для некоторых это было трагедией, реальность требовала нового направления развития. Мы *не нуждались* в «горящей платформе». В 1990-е, с их хаосом и разрухой, были возможности и ощущение новизны, говорящие о неизбежности великих перемен. Мы были убеждены, обоснованно или без особых оснований, что можем поучаствовать в этих переменах, и действуем *сообща*. Это и *была* наша горящая платформа.

Несмотря на усилившееся в последнее время внимание к российскому риску и корпоративному управлению, существует ряд успешных российских открытых акционерных обществ, акции которых обращаются на мировых рынках. Они

обладают репутацией компаний с грамотным корпоративным управлением, в том числе и потому, что на основании надлежащей оценки они разработали меры по минимизации системных рисков. К ним относятся, *например*, «Евраз», МТС, «Полиметалл», «Полус Золото», «Уралкалий»². В определенном смысле они не воспринимаются теперь негативно именно потому, что попытались устранить базовые риски, а также признали, что корпоративное управление является одним из тех немногих факторов, в отношении которых эти российские гиганты могут сами определять свою судьбу.

Основные положения настоящей статьи сводятся к следующим двум тезисам: (i) если инвесторы рассматривают российские инвестиции в основном в негативном ключе, так что оценки снижаются, а премия за риск увеличивается («эпидемия»), то могут ли предприятия использовать грамотное корпоративное управление как средство увеличения конкурентоспособности («лекарство»)?; и (ii) не являются ли рассуждения о корпоративном управлении в России на сегодняшний день чересчур эзотерическими и основанными на «притягивании»³ внешних рынков капитала, вместо того чтобы подкрепляться мощным «прессом»⁴ со стороны внутренних российских процессов и институтов? Если эти предположения верны, какой урок мы можем извлечь из того, что сделано на других рынках для «продвижения» корпоративного управления, и какие практические меры в этом направлении могут принять отдельные компании в России?

² Автор подтверждает, что в настоящее время имеет честь работать в Совете директоров «Уралкалия» (а также является Председателем Совета директоров компании Brunswick Rail Management, которая не является публичной), и что он работал в Совете директоров компании «МТС» более шести лет. В настоящей работе не раскрывается никакой конфиденциальной или инсайдерской информации об этих компаниях. Несмотря на то, что автор гордится тем прогрессом, который демонстрируют указанные компании, но вовсе не хочет сказать, что это единственные ролевые модели качественного корпоративного управления в России, и не ставит себе в заслугу их успехи. Есть ряд других российских компаний, которые также демонстрируют успехи на этом поприще. Но нам нужно намного больше.

³ Имеется в виду, что российские компании обеспечивают соответствие «внешним» стандартам управления, раскрытия информации, прозрачности и т.п. (например, Объединенному кодексу Великобритании) прежде всего потому, что стремятся «притянуть» финансовые ресурсы, доступные на этих внешних рынках капитала – магнетическая притягательность чужих денег побуждает эти организации «прогибаться» под внешние стандарты, предписываемые источниками капитала.

⁴ Подразумевается, что типы корпоративного управления, активность акционеров, профессиональная ответственности юристов, бухгалтеров и банкиров, и переход таких «процессов» в более целостную поддержку со стороны регуляторов, сравнительно неразвиты в России.

Сначала необходимо сделать несколько оговорок. Во-первых, в настоящей работе приводятся наблюдения по нескольким представляющим общественный интерес вопросам, , на которые часто ссылаются в России и по всему миру. Эти вопросы упоминаются не потому, что по ним есть новая принципиальная позиция. Они скорее связаны с представлением (а в коллективном «разуме» рынка капитала представление *и есть* факт) об экзистенциальных факторах, которые укрепляют либо расшатывают доверие инвесторов: верховенство права, стабильность режима, надежность и устойчивость рынка в целом. Никакой серьезный обзор российских рисков или корпоративного управления не может обойти эти вопросы.

Рынки капитала способны съесть и переварить *все*; рынки капитала отражают истинное *и ложное*; суждение рынков капитала быстро, неограниченно и *безжалостно*. Теперь это осознают даже далекие от финансовых тонкостей греки, испанцы и киприоты.

Во-вторых, существует слишком много советников, поддерживающих взгляд на вещи, который ретуширует или преуменьшает очевидные риски, создающий видимость легкости проблемы выхода на рынки капитала для некоторых компаний (которые на самом деле к этому не готовы), чье присутствие в реальности усиливает риски для других, более достойных российских предприятий⁵. В третьих, в некоторых случаях сами биржи не требуют от российских предприятий более быстрого внедрения качественного корпоративного управления или не заставляют их признать и устранить риски. Сосредоточившись на вопросах листинга и объемах сделок, они придерживаются политики «соответствуй или объясняй» и полагаются на теории «принуждения со стороны акционеров», устанавливая в итоге заниженную планку, которая не обеспечивает реальный прогресс.⁶ Высказывается мнение о том, что биржи (и те, кто отвечают за

⁵ Вместо этого такие институты должны помочь понять подлинную ценность корпоративного управления и убедить их производить капиталовложения на более раннем этапе в системы, обеспечивающие функционирование бизнеса и измерение его показателей для поддержания корпоративного управления. Такие инвестиции поддерживают настоящее нормативно-правовое соответствие, а также надежность систем. Это невозможно сделать за несколько месяцев до выхода на биржу. На самом деле обычно требуется как минимум два года, чтобы преобразовать компанию и сделать из «осьминожьего» детища российских учредителей, сосредоточенных на контроле, действительно «управляемое» предприятие. *См. ниже* стр. xx.

⁶ *See, e.g.,* S. Arcot, V. Bruno and A.F. Grimaud “Corporate Governance in the UK: Is the Comply-or-Explain Approach Working?” Corporate Governance at LSE Discussion Paper Series No. 001 (2005). Как

соблюдение соответствующих законов, правил, норм и стандартов) в курсе этих недостатков применительно к развивающимся рынкам и не приняли достаточно жестких мер для того, чтобы мотивировать развитие качественного корпоративного управления.⁷

Газета *Financial Times* 20 мая 2013 г. писала: «Британские правящие круги должны провести радикальные реформы правил листинга на фондовой бирже и задать жару должностным лицам двух скандально известных горнорудных компаний с развивающихся рынков, чтобы ликвидировать ущерб, нанесенный репутации Сити их противоречивой эмиссией. Негативная реакция, которая начнется на следующей неделе, отражает обеспокоенность инвесторов тем, что режим попустительства запятнал репутацию Лондона как финансового центра. Самый жаркий из недавних споров касается корпорации Eurasian Natural Resources Corp, международной

сообщают авторы, такой подход работает, когда эмитенты принимают решение о том, что будут соответствовать таким требованиям, однако статистические данные свидетельствуют, что в ряде случаев эмитенты принимали *решения* не соблюдать требования в течение длительного срока или на постоянной основе. Компании, которые решили не соблюдать предъявляемые требования, не стали использовать подход Лондонской фондовой биржи, чтобы довести до совершенства соблюдение ими требований (а именно такова была изначальная цель этого метода), а просто решали, стоит ли вообще такие требования соблюдать. При несоблюдении предъявляемых требований эмитентами, их комментарии (направленные на то, чтобы объяснить акционерам, почему принято решение о несоблюдении предлагаемого принципа) часто были бессодержательными или расплывчатыми, а акционеры не «принуждали» к соответствию и не исправляли несоответствие.

⁷ See, e.g., “New Money Put The City’s Reputation at Risk”, *The Financial Times* (18 May 2013); “Backlash To Hit Scandal-Tainted City”, *The Financial Times* (20 May 2013); “Corporate Governance -- Listing Badly: Kazakh and Indonesian Miners Battling Shareholders in London” *The Economist* (27 April 2013) p. 63: «Кого винить? Инвесторы должны были сделать паузу, прежде чем включаться в игру. И Лондонская фондовая биржа должна была сделать паузу, прежде чем делать свои стандарты более гибкими. Отчаянно желая привлечь клиентов, опередив конкурирующие биржи, она сделала для ENRC исключение из правила, требующего, чтобы 25% акций компаний, имеющих листинг, находилось в свободном обращении... Такие выходки портят репутацию Лондонской биржи» “ENRC Looks to Dig Itself Out of a Hole” *The Financial Times* (4 May 2013) at p.12: «Руководитель фондового отдела британской инвестиционной компании говорит: «Листинг ENRC был фарсом. Нам нужны более жесткие правила листинга. Это подрывает Сити. Странно, что в ситуации, когда корпоративное управление считается главенствующим вопросом, подобным компаниям разрешают допуск к листингу»; “ENRC Faced 11th-hour Hitch over Listing” *The Financial Times* (30 April 2013) at p. X: «Консультант, связанный с ENRC в период листинга, сказал, что проблемы с обращением акций российских компаний рассматривались Управлением Великобритании по листингу, в ходе которой проводилась проверка олигархов... действующих в качестве директоров компании... «Они [Управление по листингу] обнаружили много настораживающих признаков...»; “SFO Launches Criminal Probe into ENRC” *The Financial Times* (25 April 2013) at p. X:

«ENRC вызвала длительную обеспокоенность в части корпоративного управления, что повлекло за собой дебаты о возможной необходимости более жестких требований к листингу в Великобритании.»

добывающей компании, участвующей в расчете индекса FTSE 100, которая стала предметом уголовного расследования, проводимого Управлением по борьбе с крупным мошенничеством».

1. Что такое «качественное корпоративное управление»? Какое определение использовать?

В научных кругах идут споры (которые широко комментируются на конференциях и круглых столах) о том, следует ли «навязывать» одну систему корпоративного права или управления (как правило, англо-саксонскую, в отличие от «мировой») всему миру (под которым во многих исследованиях подразумеваются «развивающиеся рынки»)⁸ или, например, является ли воздействие систем общего или гражданского права на защиту прав акционеров скорее позитивным⁹? Иногда этот спор вращается вокруг утверждения, что мы имеем дело с очередным Берни Медоффом, что «пузырь на рынке недвижимости» и связанные с ним сложные деривативы были американской болезнью. Или вокруг того, что Рокфеллер и американские бароны-разбойники¹⁰ 120 лет назад ничем не отличались от тех, кого критикуют в России сегодня (и почему в этом случае Россия или любая другая

⁸ See, e.g., “Does English and American-Style Corporate Governance Translate to Emerging Markets”, IFC Corporate Governance Forum, Interview with Dr. Prabirjit Sarkar, доктор Саркар утверждает, что нельзя навязывать модели, основанные на общем праве, и необходимо уважать «уникальность ситуации в каждой отдельной стране».

⁹ See, e.g., Armour, Deakin, Sarkar, Siems and Singh: “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”, University of Cambridge, CBR Working Paper No. 108/2008 (2008). See also, A. Klishas: “Western Standards of Corporate Realities and Russian Realities”, National Corporate Governance Report, Vol. IV, p. 21 (2011).

¹⁰ См. Gale Encyclopedia of US History: Robber Barons («Бароны-разбойники»): «На рубеже двадцатого столетия воинствующие журналисты и другие критики насмешливо прозвали ведущих титанов бизнеса той эпохи «баронами-разбойниками». Неприязнь к мощи корпоративной Америки и таких людей, как... Карнеги, ... Рокфеллера и Дж. П. Моргана привела к росту прогрессивистского движения и усилий по проведению реформ, в том числе в области антимонопольного законодательства и журналистских расследований, или кампаний по разоблачениям. Во время Великой депрессии в США в ответ на поведение, способствовавшее обвалу фондового рынка в 1929 г., в 1933 г. был принят закон «О ценных бумагах», а в 1934 г. – закон «О фондовых биржах» (из последнего возникли иски представителей государства и частных лиц по статье 10b-5 – мошенничество с ценными бумагами). Это законодательство было недавно названо «чудесным лекарством SEC (Комиссии по ценным бумагам и биржам), которое положительным образом изменило ситуацию с управлением и прозрачностью в США. К. James, “Corporate Governance 1926 - 2010: The SEC Miracle Drug and the Evolution of Resistance”, London School of Economics Financial Markets Group (20 февраля 2012) (То, как Соединенные Штаты и Великобритания использовали финансовые скандалы для улучшения ситуации с управлением и прозрачностью системными (хотя и не идеальными) способами, описано в разделе 3 ниже.

развивающаяся модель должна стремиться к этим стандартам?). Существует еще один связанный с этим аргумент: в кризисные времена корпоративное управление занимает более низкое место в списке приоритетов, и ресурсы предпочтительнее направлять на укрепление операционных денежных потоков (а не на корпоративное «украшательство»¹¹).

На рынке всегда будут и *следующий* кризис и спад, и даже «великая» рецессия. Будут громкие уголовные дела и системные сбои. В рамках таких взлетов и падений экономического цикла рынки капитала будут реагировать как развивающийся организм, накапливая, принимая решения (рациональные и иррациональные) и постоянно получая новые знания.¹² Корпоративное управление само по себе никогда не будет определяющим фактором, порождающим или предотвращающим системные изменения рынка. Однако добросовестное корпоративное управление *может* для любого предприятия стать именно тем фактором, который ухудшает или улучшает ситуацию более существенно, чем подъемы и падения рынка. Если группа критиков ставит под сомнение определенный «бренд» корпоративного управления или утверждает, что корпоративное управление на самом деле *не* может устранить крупномасштабные катастрофы или даже может порой терпеть полное поражение, *это не повод думать*, что рынки капитала не будут по-прежнему неотвратимо требовать качественного корпоративного управления (и предоставлять при этом большую

¹¹ See I. Radionov: “Ways of Improving Corporate Governance in Russian Companies”, National Corporate Governance Report, Vol. IV, p.35, at pp. 36-37 (2011). Cf, Y. Danilov, Y. Simachev and A. Yakovlev, “Topic of the Year: Implications of Economic Crisis for Corporate Governance in Russian Companies”, National Corporate Governance Report, Vol. III, p.12 (2010).

¹² Автор согласен со многими наблюдениями, изложенными в работе “James, SEC Miracle Drug”, *выше*, п. 10, в частности, с тем, что после кризисов и введения «нового» законодательства для корректировки ненадлежащего поведения, рынок функционирует как живой организм (бактерии) и вырабатывает новые способы, чтобы «обойти требования системы», и что такая тенденция требует постоянной адаптации для укрепления корпоративного управления, прозрачности и добросовестности. Однако при этом отмечается, что в презентации Джеймса отсутствует обращение к первым, наиболее важным 75 годам эволюции управления и корпоративного права в Великобритании и США, где «общее право» отнесено к законодательству США о ценных бумагах, и при этом Джеймс излишне упрощает контекст всех циклов и разнообразие законодательства начиная с 1960-х годов. Действительно, США – не идеальная среда для корпоративного управления. И Великобритания тоже. Вместе с тем, критикуя некоторые аспекты стандартов, используемых в этих системах, он выражает твердое убеждение в том, что они являются примерами того, куда должны следовать развивающиеся рынки.

долю инвестиционного капитала системам тех стран, в которых минимизируются внутренние факторы риска, вызывающие снижение цен и увеличение премий за риск). Критики даже могут быть правы насчет недостатков режимов управления более зрелых экономик с большими рынками капитала, но такие рынки в конечном итоге потребуют корпоративного управления и будут продолжать списывать стоимость, пока эти требования не будут выполнены. Также необходимо отметить, что хорошее корпоративное управление – это «устойчивое» корпоративное управление. Публичные компании по всему миру часто критикуют за «краткосрочность» их приоритетов, т.е. ориентацию на достижение сиюминутных, материальных целей. Хорошее корпоративное управление, прозрачность и порядочность (для которых «тон» задает совет директоров) обеспечивают более устойчивый подход к бизнесу и бизнес модели. Мы понимаем, что в России компании часто ориентированы именно на краткосрочный результат. Применение принципов хорошего корпоративного управления, таким образом, может помочь нам обеспечить более устойчивый подход к среднесрочным и долгосрочным стратегическим вопросам.

Прагматичное «золотое правило»¹³ гласит, что правила диктует тот, у кого есть золото. Согласно этому «золотому» правилу, развитые рынки требуют, чтобы структура хорошего корпоративного управления «способствовала прозрачности и эффективности рынков, соответствовала правовым нормам и четко закрепляла распределение обязанностей между разными надзорными, регулируемыми и правоприменительными органами».¹⁴ И биржи, которые находятся в англосаксонских странах, по-прежнему на целые порядки (по количеству эмитентов и по капитализации таких рынков) превосходят все остальные рынки.¹⁵ Если принять во

¹³ The Bible Exposition Commentary: The Complete Old Testament, стр. 1453 W. Wiersbe (2007)).

¹⁴ OECD Principles of Corporate Governance, p. 17. OECD (2004) (в дальнейшем именуется «ОЭСР»). Для целей настоящей статьи предполагается, что принципы, сформулированные ОЭСР и изложенные в ее публикации 2004 г., отражают справедливую связь между методами гражданского и общего права, которые должны быть применимы как к развивающимся, так и к развитым экономикам.

¹⁵ Общая капитализация рынка на 31 декабря 2012 г. (млн. долларов США) / количество эмитентов на 2012 г.: Нью-Йоркская фондовая биржа Euronext (NY) 14 085 994 / 2339; NASDAQ 4 582 389 / 2577; Лондонская фондовая биржа 3 396 504 / 2767; Фондовая биржа Торонто 2 058 838 / 3970; Австралийская – 1 386 874 / 2056. Открытым остается вопрос о том, следует ли считать

внимание количество эмитентов и капитализацию других «развитых» рынков (таких как Париж, Франкфурт и др.)¹⁶, становится совершенно ясно, почему в настоящее время преобладающим является «западное» видение корпоративного управления, прозрачности и прав акционеров (и, соответственно, то, как инвесторы измеряют свои риски). Чувствительность и «контекст» развивающихся рынков всегда заслуживают рассмотрения и здесь действительно присутствует пространство для совершенствования и новаторских методов; пока реальность не изменится (имеется в виду, прежде всего, объем инвестированного капитала) и биржи на развивающихся рынках не начнут доминировать, маловероятно, что такие «западные» темы существенным образом изменятся.

Также следует отметить, что участие в биржевых операциях на «развитых» рынках, таких как Нью-Йорк, Лондон, Париж и Франкфурт, никоим образом не ограничиваются местом нахождения таких бирж. В инвестиционное сообщество Нью-Йорка и Лондона включены также доллары и нефтедоллары. Поведение таких «рынков», их видение «риска» и «управления», не является чисто «американским» или «британским». Было бы опрометчиво игнорировать тот факт, что восприятие инвесторами, которые могут выбирать рынки капитала для инвестирования своих долларов и нефтедолларов, «личности» и умонстроения *РЫНКА* (включая общее

Гонконгскую (или даже Сингапурскую) биржу англо-саксонской или ее нужно классифицировать как-то иначе, с учетом того, что ее основание и становление осуществлялись в соответствии с законодательством и деловой культуры колонии Великобритании..

¹⁶ Общая капитализация рынка на 31 декабря 2012 г. (млн. долларов США) / количество эмитентов на 2012 г.: Япония 3 478 831 / 2304; Нью-Йоркская фондовая биржа Euronext (Europe) 2 832 188 / 1074, Гонконг 2 831 945/1547, Шанхай 2 547 203/954, и Немецкая биржа 1 486 314 / 2747. Таким образом пять «чисто» англо-саксонских бирж, находящихся в системе общего права, составляют (в млн долларов США) 24 511 000 рыночной капитализации по состоянию на 31 декабря 2012 года, в то время как пять крупнейших бирж (включая Шанхайскую, вне зависимости от того, относим ли мы ее к «развивающимся» или «развитым») составляют всего 13 175 000. И даже если мы причислим Шанхай к развивающимся рынкам, и увеличим за счет этого общую капитализацию бирж развивающихся рынков, она все равно останется очень маленькой по отношению к «англо-саксонским» биржам. Очень популярна сейчас дискуссия о том, что к 2030 году на рынках будут доминировать страны БРИКС. Эти прогнозы могут быть правильными или нет. Однако на данный момент не прослеживается готовности мирового инвестиционного сообщества уйти с «развитых» бирж и переместить основную часть своих инвестиций на другие рынки (а тренды, которые действуют на рынке в течение последних пяти лет нестабильности, показывают, что в кризис инвестиционное сообщество возвращается к привычной модели). В течение обозримого будущего, большая часть инвестиций в ценные бумаги будет сделана на лидирующих биржах. Поэтому традиции корпоративного управления, верховенства права, прозрачности и т.д., существующие устойчивых рынках (так же, как и их мнение о рисках рынков), будут иметь самое прямое отношение к их инвестиционным решениям.

умонастроение рынка в Нью-Йорке или Лондоне, например, в отличие от Кении или Венесуэлы) является определяющим фактором, на основании которого они, главным образом, и принимают решение инвестировать в ценные бумаги, торгуемые в Нью-Йорке или Лондоне, а не в Кении или Венесуэле (или в Москве, или в Шанхае). Более того, компании, находящиеся за пределами домициля таких ведущих бирж, с гораздо большей долей вероятности будут стремиться воспользоваться регистрацией на таких рынках по сравнению с любыми другими¹⁷. Для сравнения, в марте 2013 г. на Московской межбанковской валютной бирже котировались 286 компаний, из которых иностранной была всего 1. Куда же обращаются компании формирующихся рынков за капиталом для первичного размещения акций?

Международная активность по первичному размещению акций регистрантов с формирующихся рынков, 2002 – 2011 гг.				
Куда □	Лондон	Нью-Йорк	Гонконг	Сингапур
Всего за 10 лет	480	264	19	183
Китай	34	134	*	130
Россия/СНГ/ЦВЕ	93	5	3	-
ЕБВА/Индия	132	44	3	5
Латинская	13	27	-	-

¹⁷ Между 2002 и 2011 годами 9% всех проведенных IPO были международными, а доходы от них составили 13% от общего объема доходов всех IPO за этот период. Но в 2002 году международные IPO составляли только 2% от общего числа IPO и только 6% их общего объема. Пик активности международных IPO приходится на 2006 год, когда они достигли более 14% объема и 25% всех проведенных IPO. И самое интересное, что активность в части международных IPO в Нью-Йорке и в Лондоне *всегда выше*, чем в среднем, чем во всех остальных странах. 31 декабря 2011 года в Нью-Йорке состоялось 724 IPO, которые выручили 194 миллиарда долларов, 181 из которых – это IPO иностранных эмитентов, которые принесли им 44 миллиарда долларов. По состоянию на 31 декабря 2011 года в Нью-Йорке было 4083 «местных» эмитента и 817 иностранных, а в Лондоне – 1982 «местных» эмитента и 537 иностранных. Для сравнения, по состоянию на 31 декабря 2011 года в Гонконге было 1472 «местных» эмитента и 24 иностранных. А в течение 5 лет до этого на Гонконгской бирже было 395 IPO, из которых 32 были иностранными.

Америка				
США	62	*	1	-

За пять лет, предшествующие 31 декабря 2012 г., имело место всего 24 первичных размещения акций российских компаний за границей на десяти ведущих международных биржах: 2 – на NASDAQ; 18 – на Лондонской; 2 – на Гонконгской и одно – на Франкфуртской. В 2010 г. их было 5, в 2011 г. – 9, а в 2012 г. – всего 4. Для сравнения: в течение этих пяти лет состоялось 458 международных IPO в Нью-Йорке, Лондоне и Гонконге (а всего на этих трех рынках насчитывалось 1766), при этом 22 из них – российские.

На основании истории и этих данных неизбежно следует вывод о том, что ОЭСР права: инвесторам нужен эффективный и прозрачный рынок, и считается, что корпоративное управление способствует достижению этой цели. Каково же должно быть наше рабочее определение «корпоративного управления»? Все современные определения начинаются с Berle and Means,¹⁸ а Berle and Means в одном предложении сформулировали основополагающее определение того, для чего нам нужно корпоративное управление. Поскольку корпорации стали такими гигантами с «огромной силой, которая способна принести пользу или навредить множеству людей, повлиять на целые регионы, сдвинуть торговые потоки, разорить одно сообщество и привести к процветанию другое, [Корпорации] вышли далеко за рамки частного предпринимательства – они скорее приблизились к общественным организациям»¹⁹ Таким образом, предполагается, что управление, по сути своей, является надежным компасом самоконтроля. Определение Википедии гласит:

«Корпоративное управление охватывает законодательные и рыночные механизмы, а также роли и взаимоотношения между руководством компании, ее советом директоров, акционерами и другими заинтересованными лицами, а также цели, для которых осуществляется управление. В последнее время корпоративное управление комплексно определяют как «систему законов и обоснованных

¹⁸ The Modern Corporation and Private Property, A. Berle and G. Means (1932)

¹⁹ *id.* at p. 46.

методов, посредством которых корпорации управляются и контролируются с акцентом на внешние и внутренние корпоративные структуры с целью мониторинга действий менеджмента и директоров и, соответственно, минимизации рисков посредников, которые могут возникать из ошибок должностных лиц».²⁰

Многие российские акционеры (как владеющие контрольным пакетом акций, так и миноритарии, топ-менеджеры и даже некоторые их советники) много разглагольствуют о «концепции» корпоративного управления, но при этом, как представляется, недооценивают то значение, которое инвестиционное сообщество вкладывает в это понятие. Для лучшего понимания им следует участвовать в презентациях для инвесторов (road show), как связанных, так и не связанных с заключением сделок, сидеть перед фондовыми аналитиками и инвестиционными менеджерами и отвечать на их вопросы, зачастую неожиданные. Или читать финансовую прессу в Лондоне или Нью-Йорке (например, осуществить поиск в Nexis или Lexis по «ENRC и управлению»²¹). К сожалению, большинство из тех, кто заинтересован в выходе компании на биржу, начинают участвовать в этих отрезвляющих диалогах уже после начала процесса листинга своих компаний. Причем, к этому моменту предполагается, что они со своими командами и консультантами уже внедрили реальные практики и структуры корпоративного управления, которые описали в различных презентациях и проспектах как действующие.

Когда и если они будут участвовать в таких встречах, они поймут, что один из двух основных вопросов, которые им все время задают (основных по частоте и по тому, как быстро он возникает в диалоге) – это вопрос эффективности корпоративного управления в их компании. Что они ответят, когда им зададут эти вопросы? Скажут ли они, что все работает хорошо, что они назначили действительно независимых директоров без исполнительных полномочий, которые совместно с владельцами компании и руководством внедряют реальные меры контроля и надежные

²⁰ Citing, OECD, *supra* n. 15; A. Tricker, “Essentials for Board Directors”, Bloomberg Press (2009); and, A. Sifuna “Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial”, Journal of International Banking Law and Regulation 12 (2012).

²¹ See, e.g., The Financial Times, 27 April 2013, p. (обращенные к государственным органам Великобритании требования расследовать ненадлежащее поведение ENRC, в том числе вопрос ненадлежащего корпоративного управления).

механизмы отчетности, и что совет директоров действительно имеет власть и влияние? Скажут ли они, что начали прилагать такие усилия задолго до процесса листинга, так что реальное корпоративное управление, прозрачность и честность живут и развиваются в компании? Будут ли они говорить правду? Не преувеличат ли авторы проспектов успехи в этой области? Поверят ли представители потенциальных покупателей акций, присутствующие на презентациях, представителям компании? Существует ли растущее противоречие между тем, что говорят на презентациях, и тем, что инвестиционное сообщество считает на самом деле?

Суть сказанного здесь не обязательно состоит в том, что корпоративное управление важно и что оно может создавать стоимость. Это все действительно верно. Однако, суть в том, что в 2013 г. – в то время, когда ведутся серьезные разговоры о Москве как ведущем мировом финансовом центре или о том, что она займет место Кипра как крупного «офшорного банковского и корпоративного центра», или оплакивается сужающийся ручеек (вместо того, что раньше называли «магистралью») российских IPO – люди, осуществляющие инвестиции на рынках капитала, дают понять множеством разных способов, что их не радует состояние российского корпоративного управления и лежащее в его основе состояние российских рисков.

2. Эпидемия риска?

В проведенном в январе 2010 г. Королевским Банком Шотландии исследовании основных рисков, с которыми, по словам институциональных инвесторов, сталкивались российские компании, были названы «зависимость от цен на нефть» (77%), низкий уровень корпоративного управления (69%) и риск вмешательства государства (51%). В проведенном BNY Mellon в феврале – марте 2010 г. опросе старших управляющих активами на формирующихся рынках о ключевых факторах, влияющих на решения об инвестировании в IPO стран БРИКС, среди таковых были названы: качество руководства (67%), корпоративное управление (39%), качество бизнес-модели (22%), базовая динамика рынка (22%), конкуренция (17%) и прозрачность (17%). Таким образом, искушенные инвесторы, работающие на

развивающихся рынках, заявили, что корпоративное управление примерно в два раза важнее, чем бизнес-модель (как область возможного риска), а базовая динамика рынка и прозрачность оказались почти на том же уровне значимости, что и качество бизнес-модели. При этом коррупция указывается как постоянный фактор, препятствующий выходу России на рынки капитала.²²

Среднему инвестору на рынке капитала, с точки зрения эволюции формирующегося рынка, для принятия решения нужно следующее:

- «Верховенство права» – развился ли рынок до такой степени, что, по мнению инвестора, он способен понимать «правила игры»? Существуют ли «единые для всех правила игры», есть ли надлежащий орган для разрешения споров, который не чинит произвол и не является драконовским, так что его работа похожа скорее на игру случая, а не на систему законов. И если дела пойдут плохо (как бывает время от времени), могут ли инвесторы рассчитывать на справедливое отношение? Честно ли относятся к миноритарным акционерам? Установлены ли пределы полномочий для владельцев контрольных пакетов или они могут вести себя так, будто являются «единоличными владельцами»?

- Зависимость деловых решений от коррупции – требуются ли взятки, чтобы выиграть тендер или сохранить бизнес, надо ли платить чиновникам для сохранения в силе лицензий или получения обычных согласований, носит ли практика коррупции эпидемический или обособленный характер, насколько крепко бизнес-модели завязаны на коррупцию, порождает ли коррупция неэффективность и непредсказуемость, велик ли риск придания гласности незаконных практик?

- Понимание движения рынка с точки зрения общего делового климата и его эволюции, как надежного места для крупных инвестиций – является ли он магнитом для капитала или местом, откуда капитал бежит, стремится ли местное

²² См. Der Spiegel “Promising but Perilous: German Firms Put Off by Russian Corruption” (03 апреля 2013); BBC News “RURsia’s Growth Stifled by Corruption” (28 июня 2012); The Source (Blogs, The Wall Street Journal) “Corrupt and Inefficient: What BP Really Thinks of Russia” (14 февраля 2013); Beyond BRICS (Blogs, The Financial Times) “Davos 2013: WEF Report Urges Russia to Tackle Corruption and Step Up Reform” (23 января 2013) (цитирую S. Mergenthaler and A. Bishop “Russia: A Great Run But An Uncertain Future” World Economic Forum Strategic Foresight Practice, The Scenarios for the Russian Federation (2013)). *Смотри также*, US State Department “2012 Investment Climate Statement – RC Russia Asia” стр. 7-9.

население к совершенствованию инфраструктуры и учреждений страны, так, что это создает надежный каркас для бизнеса (или же наоборот, может быть, стоимость рабочей силы так привлекательна или трудовые ресурсы так талантливы, что уравновешивают разрушающуюся инфраструктуру и бегство капитала)?

- Является ли экономика «лошадкой, которая знает только один трюк» (так что ее можно привязать только к определенному аспекту производства) или она на пути к диверсификации определенного рода, так что можно ожидать, что будет развиваться множество корпоративных моделей?

- Являются ли государственная структура как таковая самодостаточной и стабильной или подразумевается «срок годности» или периоды нестабильности?

После оценки этих факторов инвестор может задать вопрос о конкретной цели инвестирования, как указано в начале настоящего раздела (качество определенной бизнес-модели в определенной отрасли, качество управления, финансовое положение соискателя инвестиций (история, структура капитала, ликвидность, ожидаемые показатели и т.д.). В какой-то момент инвестор также должен проанализировать корпоративное управление, прозрачность и ожидаемый уровень порядочности соискателя инвестиций.

Это никоим образом не игра с нулевым исходом и не обобщенное решение да/нет. Глобальные фонды развивающихся рынков, например, занимаются инвестированием в такие рынки и принимают более высокие риски. Некоторые их ресурсы должны поступать буквально на каждый формирующийся рынок, и у ряда инвесторов готовность к риску выше. Для них более высокий риск означает и большее вознаграждение. И даже на самых рискованных рынках будут отдельные компании, которые, по сравнению с их конкурентами в этой же стране, куда более привлекательны с точки зрения риска.

Что же среднестатистический инвестор (который также может именоваться «кредитор», «совместное предприятие», «покупатель», «лицензиар» и т.д.) видит *сегодня* в России, когда обдумывает инвестирование («кредит», «вложения в облигации», «совместное предприятие / партнерство», «покупку», «лицензию» и

т.д.) после разумного изучения различных факторов, определяющих решение об инвестировании?²³

Верховенство закона. Как говорилось в начале, инвестиционное сообщество прочитывает и отслеживает все «громкие» новости дня в России. Некоторые из них (например, дело Магнитского и Hermitage Capital; закон об иностранных агентах / некоммерческих организациях (НКО) и постоянные обыски в помещениях НКО в России; сага о ТНК-ВР / Роснефти; репортаж о том, что 20 крупнейших миллиардеров России используют офшорные компании и хранят свои состояния за пределами юрисдикции России²⁴; частые статьи об отсутствии независимости суда и о «сфабрикованных» обвинениях (с вовлечением налоговой полиции: популярны сообщения о так называемых «маски-шоу», когда бойцы ОМОН в черных балаклавах врываются в офисы компаний якобы в целях «досудебного расследования») для разрешения «коммерческих споров» (при этом некоторые другие, которые, как широко сообщается, совершили коррупционные действия, к ответственности не привлекаются) – все это, подобно капле, которая точит камень, оказывает влияние на восприятие рынками капитала состояния России, как правового государства.

Более того, все эти примеры взяты не из древней истории. Сага о ВР, ее попытке совершить сделку в России, которая, как представлялось, была поддержана федеральным правительством, ее судебное разбирательство с партнером ТНК, продажа доли в ТНК-ВР и недавняя озабоченность бывших миноритарных инвесторов ТНК-ВР относительно будущего отношения к ним «Роснефти» – все это разыгрывалось в течение нескольких последних месяцев и в конце марта цена акций ТНК-ВР упала на 40%.²⁵ Генеральный директор «Роснефти» пытался

²³ Как указано в начале настоящей статьи, не обязательно, чтобы читатель, или учредитель среднего российского предприятия, или регулирующий орган согласился с «правотой» или «обоснованностью» «выводов», сделанных в данном разделе. Они такие, какие есть. Но «рынок» переваривает все эти «выводы» и принимает решение об инвестировании отдельно для каждого случая. Или, если речь идет об определенных средствах или предприятиях, важно системное видение российских рисков..

²⁴ См. R. LaFranco and A. Sazonov, “Russia’s 20 Biggest Billionaires Keep Riches From Putin”, Bloomberg News (1 мая 2013).

²⁵ “Oil in Russia – Picnic Time for Teddy Bears”, The Economist (6 апреля 2013): «Чопорные миноритарные акционеры могут затруднить для «Роснефти» привлечение иностранного капитала в будущем.»

объясниться с миноритарными акционерами в конце апреля.²⁶ Еще более свежий пример – дело «Сургутнефтегаз». Компания «Сургутнефтегаз» открыла инвесторам свои финансовые результаты в первый раз за одиннадцать лет, в соответствии с недавно принятым российским законом. В финансовом отчете указано, что казначейские акции стоимостью 15 миллиардов долларов США были переведены из компании получателям, которые не были раскрыты. Это эквивалентно 40% стоимости компании. В отчетных документах не было никакого пояснения, и компания не ответила на соответствующие вопросы сообщества аналитиков. Инвестиционный банк «Открытие Капитал» заявил, что это «будет иметь серьезные последствия для восприятия инвесторами российского инвестиционного климата».²⁷

Разрешение этой проблемы не зависит от воли какого-либо определенного эмитента или компании в России. На самом деле вопрос сводится к следующему: что должны делать российские компании с рисками, которые связаны с проблемами «верховенства закона», если они хотят получить доступ к рынкам капитала.

Коррупция. Уже давно ведутся споры о том, препятствует ли коррупция притоку прямых иностранных инвестиций.²⁸ Однако Всемирный Банк авторитетно заявляет о том, что дело обстоит именно так.²⁹ Хотя возможна некоторая неопределенность

²⁶ “Rosneft’s Sechin Says to Work with TNK-BP Minority Shareholders”, Reuters UK Edition (23 апреля 2013). See also, “Sechin Tells TNK-BP Investors Rosneft Is No ‘Charity Fund’”, Reuters Int’l Edition (23 апреля 2013).

²⁷ “Surgutneftegaz Results Show \$15 Billion Missing Treasury Shares”, Fox Business News (1 мая 2013); “Surgutneftegaz Reveals \$15 Billion of Treasury Shares Missing from Books”, The Financial Times (30 апреля 2013); “\$15 Billion Worth of Surgutneftegaz Shares Go Missing”, Business News Europe (2 мая 2013). Банк «Открытие» отметил также: «Это незаконное присвоение превышает убытки по делам Enron и WorldCom». Interfax Energy (2 мая 2013 г.).

²⁸ *Сравните:* Shang-Lin Wei “How Taxing Is Corruption in International Investments?” National Bureau of Economic Research Working Paper 6030 (1997) стр. 24: «рост уровня коррупции в правительствах стран, где это распространено, снижает приток иностранных инвестиций...» с: А. Al-Sadig “The Effects of Corruption On FDI Inflows” Cato Journal, Vol. 29, No. 2 (весна/лето 2009 г.) стр. 268: «Наши результаты показывают, что уровень коррупции в некоторых странах оказывает неблагоприятное воздействие на приток прямых иностранных инвестиций: увеличение коррупции на один пункт приводит к снижению притока прямых иностранных инвестиций на душу населения примерно на 11%» (однако негативное воздействие коррупции на приток прямых иностранных инвестиций может быть более чем уравновешено бурным развитием «институтов» и правовым государством).

²⁹ The World Bank Group “Corruption, Growth, and Investment” (<http://go.worldbank.org>).

относительно того, насколько глубоким может быть негативное воздействие на приток иностранных инвестиций, инвесторы постоянно указывают коррупцию как негативный фактор при инвестировании в компании, где, согласно публикациям, обнаружена коррупция. Достаточно просто взглянуть на цену акций компаний, которые постоянно сталкиваются с официальными обвинениями в коррупции (цена снижается), или на то, как компании, которых коснулись проблемы коррупции, ранее заявлявшие о своем намерении осуществить IPO, были вынуждены остановить начатый листинг.

«Хорошая новость» состоит в том, что согласно Индексу восприятия коррупции организации Transparency International, Россия перешла со 154 места (из 178) в 2010 г. на 133 (из 178) в 2012 г. Озабоченность этой проблемой легко понять, поскольку вопрос коррупции тесно связан с понятием «удобство ведения бизнеса». Отчет по глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума постоянно указывает коррупцию как самый серьезный фактор, ограничивающий ведение бизнеса в России (а также в Индии и Китае); однако, с учетом других факторов, в общем рейтинге конкурентоспособности Россия оказывается на последнем месте среди стран БРИКС (67-е место в 2013 г., тогда как Китай занял 29-е, Бразилия – 48-е, ЮАР – 52-е, а Индия – 59-е. Для сравнения: у США 7-е место, у Великобритании – 8-е, у Гонконга – 9-е, у Казахстана – 51-е, а у Кипра – 58-е). В числе других факторов, которые тянут Россию вниз, значатся «институты» (то есть проблема, связанная с «правовым государством»). Как отметили Mergenthaller and Bishop³⁰ в описании «неопределенного будущего» России в видении ВЭФ: «коррупция [в России] не идет на спад, несмотря на значительный рост ВВП, при этом растущие затраты на постоянно увеличивающийся государственный аппарат не способствовали повышению качества государственных услуг во многих секторах, от здравоохранения до инфраструктуры».

Коррупция – это мировая, а не только российская проблема, так почему же российская коррупция оказывает такое удручающее действие на чаяния российских

³⁰ см. выше, сноска 21.

предприятий, связанные с рынком капитала? Конечно же, существуют клише Всемирного Банка, ВЭФ, ОЭСР и других глобальных организаций, выступающих за «надлежащий порядок», которые считают, что коррупция разорительна и аморальна. Однако у российской проблемы коррупции есть несколько острых граней, которые ранили компании, зарегистрированные в США и Великобритании. Daimler, Siemens и другие столкнулись с серьезными штрафами, наложенными на них согласно закону США «О коррупции за рубежом» в связи с бизнесом в России. Недавно Великобритания ужесточила антикоррупционное законодательство, приняв закон «О борьбе со взяточничеством». Работа Управления по борьбе с серьезными мошенничествами Великобритании по расследованию коррупции в ENRC, упомянутая выше, проводится именно в соответствии с этим законом. В последние два года средства массовой информации в Великобритании, а также юридическое и бухгалтерское сообщества уделяют большое внимание закону «О борьбе со взяточничеством», тому, как именно он криминализирует взяточничество, его экстерриториальному применению к гражданам Великобритании, которые дают взятки, а также его применению к иностранным эмитентам акций и глобальных депозитарных расписок. Многие годы британская пресса публиковала истории о применении закона США «О коррупции за рубежом» и о том, что он дамокловым мечом висит над головами компаний, зарегистрированных в США. Закон «О борьбе со взяточничеством» просто перенес историю закона США «О коррупции за рубежом» домой, в Великобританию, распространив его на всех британских граждан и компании, а также, в какой-то мере, и на те российские компании, которые пользуются рынками Великобритании. Поэтому не будет преувеличением сказать, что инвестиционные сообщества в США и в Великобритании особо чувствительны к вопросам взяточничества и коррупции, вне зависимости от того, куда они инвестируют свои средства и где находятся юридические фирмы и бухгалтера из этих стран. В этом смысле заявления ВЭФ, Всемирного Банка, ОЭСР, Transparency International, российского «Левада-Центра» и т.д. свидетельствуют о росте антикоррупционных умонастроений в развитом мире. Это не оценочное заявление и не суждение о ценностях. Это просто констатация факта.

Как уже упоминалось в отношении проблем, связанных с «верховенством права», отдельно взятая российская компания мало что может сделать для устранения озабоченности рынков коррупцией в России. Однако любое российское предприятие может принять определенные меры для обращения этих проблем в свое конкурентное преимущество по отношению к прочим российским компаниям, конкурирующими за одни и те же инвестиции на рынках капитала.

Бегство капитала. В феврале 2013 г. Александр Бастрыкин, Председатель Следственного комитета Российской Федерации, заявил, что России необходимо создать специальную финансовую политику для противодействия нелегальному бегству капитала.³¹ Заявление Бастрыкина было озвучено на следующий день после того, как Сергей Игнатьев, Председатель Центрального банка России, сообщил, что в 2012 г. из России было нелегально выведено 49³² млрд. долларов США. С 2008 г. из России утекло порядка 350 млрд. долларов США (2008 г. – 134 млрд.; 2009 г. – 56 млрд.; 2010 г. – 34 млрд., а в 2011 г. – 80 млрд. долларов). По оценкам наблюдателей, бегство капитала в 2013 г. должно быть порядка 50 млрд. Однако, по данным исследования Ernst & Young, если сделать поправку на бухгалтерские хитрости, офшорные сделки по слиянию и приобретению, а также ошибки и упущения, то окажется, что значительная часть утечек капитала не является незаконной.³³ Возможно, Ernst & Young частично ссылается на то обстоятельство, что некоторые российские производители передают свои активы во владение офшорных холдинговых компаний в попытке переместить контроль в юрисдикцию, где отсутствуют некоторые описанные выше проблемы, связанные с недостатками развития правовых институтов.³⁴

Почему бегство капитала так тесно связано с восприятием инвесторами риска инвестирования в России? Ответ на этот вопрос стал совершенно ясен для мирового сообщества в связи с кипрским банковским кризисом и спасением экономики. Один из репортеров описал ситуацию следующим образом:

«Порядка 40 процентов депозитов [в общей сложности 88 млрд.

³¹ Russia Needs Financial Police to Combat Illegal Capital flight”, Reuters US Edition (21 февраля 2013).

³² Однако в марте Центробанк сообщил, что в 2012 г. эта сумма составила 57 млн. долларов США.

³³ “Experts Shed Light on Russia’s capital Flight”, Russia Beyond the Headlines (11 марта 2013).

³⁴ См. *сноску* 29, выше “Russia’s 20 Biggest Billionaires Keep Riches From Putin.

долларов США] в банках Кипра принадлежат российским физическим и юридическим лицам... Почему четвертая часть депозитов в кипрских банках из России? Ответ на этот вопрос состоит из двух частей. Во-первых, экономическая стратегия Кипра предусматривала превращение острова в «налоговый рай» для инвесторов за счет низких налоговых ставок, англо-саксонской системы права и доступной недвижимости. Многие россияне в полной мере воспользовались этим статусом, играя в «процентный арбитраж», т.е. переводя деньги с российских счетов на кипрские, а затем обратно на российские. В результате Кипр является крупнейшим прямым иностранным инвестором в России... Во-вторых, в России низкий уровень экономической свободы. Согласно *Индексу экономической свободы* Heritage Foundation 2013, Россия занимает одно из последних мест в части экономической свободы, отчасти из-за плохо работающей правовой системы, несовершенной системы защиты прав собственности, высокого уровня организованной преступности и коррупции в государственном аппарате. Такой недостаток экономической свободы означает, что россиянам невыгодно хранить деньги у себя дома из-за высоких инвестиционных и политических рисков».³⁵

Согласно Европейскому ЦБ, баланс более 40% всех счетов в кипрских банках превышает \$650,000. По мнению *Moscow Times*:³⁶

“Почти все европейские СМИ убеждены в том, что русские деньги, хранящиеся на Кипре, связаны с коррупцией и криминалом. Всеобщая уверенность в том, что Кипр – безопасная гавань для «грязных русских денег», привела к тому, что ЕС легко позволило по меньшей мере одному крупному кипрскому банку пойти ко дну.”

Moscow Times продолжает тему :

“Большинство из тысяч частных лиц, разместивших большие вклады в кипрских банках, не имеют никакого отношения к коррупции. На Кипре проживает большое число состоятельных российских граждан, которым российское

³⁵ “Cyprus Bank Bailout: Russia Partly to Blame”, *The Foundry* (Heritage Network) (28 марта 2013). См. также, “Cyprus – A Blessing for Russia in Disguise?” *New York Times* (4 апреля 2013): “Почти все иностранные депозиты – это деньги из России, которые выведены из России. Это правда и некоторые из этих «грязных» денег образовались в результате коррупции, а еще больше денег было выведено в офшоры, чтобы избежать налогов. Но объем денежного потока, который поступает туда от Российских инвесторов, может защитить их деньги от возможных преследований в Российских судах, которые не являются полностью независимые и в результате невысокой уверенности в действительном существовании верховенства закона»).

³⁶ “The Myth of Dirty Russian Money”, *The Moscow Times* (26 апреля 2013).

законодательство не запрещает иметь счета в иностранных банках. Российская банковская система «славится» своей низкой надежностью – за последние 50 лет россияне неоднократно становились свидетелями того, как их деньги конфискуются, замораживаются, крадутся и девальвируются. Все это научило россиян не доверять отечественным банкам.»³⁷

Те самые люди, которые ранее извлекли максимум пользы из российской системы, по сути и создавали основные преграды против такой системы. Можно справедливо утверждать, что видение российских рисков инвесторами мировых рынков капитала основывается именно на этих факторах.

Прямые иностранные инвестиции. В 2007 г. многие наблюдатели предсказывали, что «объединенные экономики Бразилии, России, Индии и Китая («БРИКС») к середине столетия с большой долей вероятности могут стать крупнейшей в мире экономической группой». ³⁸ Как следует из недавних публикаций, страны БРИКС «стали значимыми получателями прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и влиятельными внешними инвесторами». ³⁹ Что касается притока ПИИ, доля БРИКС в мировом объеме увеличилась с 6% в 2000 г. до 20% (всего 263 млрд. долларов США) в 2012 г. Но в целом картина очень неоднородная.

В течение последних десяти лет США остается крупнейшей отдельно взятой страной – получателем ПИИ в объеме, в среднем превышающем 118 млрд. долларов США в год (а за последние 5 лет – в среднем свыше 182 млрд. долларов США в год). Западная Европа как «группа» стран имеет самый высокий средний показатель за десятилетний период (132 млрд. долларов США), но последние пять лет Западная Европа на 40 млрд. долларов США в год отстает от США (143 млрд. долларов США в год) по этому показателю. «Остальная Европа» как «группа» в среднем получала 121,5 млрд. долларов США в год (значение за десять лет) и 124,7 млрд. долларов США (значение за последние пять лет). Самый высокий годовой

³⁷ Там же.

³⁸ Y. Duan, “FDI in BRICs: A Sector Level Analysis”, International Journal of Business and Management, Vol. 5, No. 1 (2010), quoting Cheng, Gutierrez, Mahajan, Shachmurove, and Shahrokhi, A Future Global Economy Built By BRICs”, Global Financial Journal, Vol. 18, No. 2 (2007).

³⁹ UNCTAD, “Global Investment Trends Monitor” стр. 1 (25 марта 2013).

показатель ПИИ за последние десять лет для всех трех групп приходился на 2008 г. (как и практически для каждой страны или группы, входящих в список 25 ведущих мировых объектов ПИИ; исключениями являются Китай, у которого лучшим годом был 2003 с показателем 140 млрд. долларов США, и Бразилия, для которой лучшим стал 2011 год, принесший 63 млрд. долларов США). Анализ тенденций ПИИ для БРИКС за десять и за пять лет представляется интересным (млрд. долларов США):

Страна	В среднем за 10 лет	В среднем за 5 лет	Самый высокий годовой показатель	Год
Китай	112	104	140	'03
Индия	47	54	81	'08
Бразилия	35	44	63	'11
Россия	34	33	60	'08
ЮАР	7	9	14	'08

Как и в случае с инвесторами в акции на рынках капитала, все страны конкурируют за долю «кошелька» доступных ПИИ. Существует множество докладов и исследований СМИ, которые совпадают с выводом Конференции ООН по торговле и развитию. Россия не выигрывает битву между странами БРИКС за потенциальную долю ПИИ. Действительно, наблюдатели написали целые горы аналитических материалов о том, почему Россия не выигрывает битву за ПИИ и почему она не занимает в этом вопросе лидирующего положения среди стран БРИКС. В целом, такие аналитические материалы повторяют содержание настоящего раздела данной статьи (коррупция, правовое государство, бегство капитала, отсутствие инвестиций в инфраструктуру, бюрократия, слабая демографическая ситуация и т.д.). И количество ПИИ является одним из способов, который инвесторы используют для оценки рискованности и привлекательности рынка.

Динамика рынка. В центре внимания инвесторов часто оказываются три аспекта рынка: демографические показатели, инфраструктура и бюрократия.

Демографические показатели существенным образом характеризуют трудовые ресурсы страны, их динамику и систему социальной защиты. Некоторые социологи и статистики утверждают, что демографические показатели определяют взлеты и падения культуры (например, огромное количество людей трудоспособного возраста в Индии по сравнению с недостаточной рождаемостью в «старой» Европе и при этом акцентом на качестве жизни; нынешний рост могущества Китая на фоне угрожающего демографического кризиса, нехватки рабочей силы и отсутствия социальной защиты; прямые финансовые угрозы Америке, но при этом постоянное обновление и преобразование за счет роста испаноязычного населения и притока иммигрантов), потому что это ведущий индикатор внутренней энергетики и взглядов общества. «Инфраструктура» понимается как фактор затрат на организацию нового производства и расходы на эксплуатацию, а также как степень готовности общества вкладывать средства в модернизацию и развитие средств, позволяющих людям заниматься бизнесом, достойно жить и заботиться о своей стране (*например*, готово ли общество и руководство страны к капитальным вложениям, обеспечивающим взаимодействие бизнеса и общества?). Бюрократия считается одним из основных факторов, тормозящих производство, а также развитие рынка и инноваций. Что нам важнее - заполнение бесконечных бюрократических форм или создание реальных рабочих мест и развитие предпринимательства? Должны ли мы давать взятки местным муниципальным органам, чтобы подключиться к энергоснабжению (ИКЕА)? И если да, стоит ли вообще открывать здесь магазин, если гораздо проще открыть 130 в Бразилии (Walmart)? Применительно к России нужно учитывать и четвертый фактор: степень ориентации на какую-то одну отрасль для поддержания ВВП и на то, не создает ли она риск повышенной концентрации.

Между 1991 годом, когда число жителей России составило 148,689,000 человек, и концом 2012 года, когда население страны составило приблизительно 143,300,000 человек, уровень населения в России снижался на 5% в год. Указанное снижение (а также тот факт, что плотность населения в России одна из самых низких в мире) было названо «кризисом» и в России, и за ее пределами, несмотря на то, что в 2011 и 2012 все же наблюдалось незначительное улучшение статистики (рост на 191,000 в 2011 и на 292,000 в 2012 году)⁴⁰. Некоторые аналитики расценили незначительные подвижки 2011-2011 гг. как победу над

⁴⁰ Wikipedia, “Demographics of Russia”.

демографическим кризисом, однако, большинство демографов считают, что это улучшение – лишь временная передышка, связанная, помимо некоторых экономических и культурных факторов, с тем, что контингент женщин детородного возраста в указанном периоде несколько больше, чем в предыдущие периоды, и что следующий контингент женщин детородного возраста значительно меньше, а, следовательно, в скором времени демографическое упадок возобновится⁴¹.

Президент Путин выразил серьезную озабоченность демографической проблемой и предпринял ряд инициатив, способствующих росту населения. Мы все надеемся на его успех.

Стоит обратить внимание на сноску в отчете 20-F компании «Вымпелком», ежегодно подаваемом Комиссии по ценным бумагам и биржам в Вашингтоне: «Инфраструктура России в очень плохом состоянии, и дальнейшее ее ухудшение может оказать существенное негативное воздействие на наш бизнес. Инфраструктура России по большей части существует еще с советских времен и в последние годы не получала надлежащего финансирования и обслуживания. В наибольшей степени это касается железных и автомобильных дорог, оборудования для выработки и передачи электроэнергии, систем связи и общего фонда зданий... Ухудшение инфраструктуры наносит ущерб национальной экономике, затрудняет перевозку товаров, сырья и материалов, увеличивает издержки по ведению бизнеса в России и может стать угрозой для бизнеса как такового...» Аналогичные примечания и оговорки можно найти и в других документах, представляемых другими компаниями в составе годовых отчетов, финансовой отчетности, проспектов и инвестиционных предложений.

Во многих докладах содержатся ссылки на российские проблемы, связанные с бюрократией.⁴² Ежегодное исследование Ведения бизнеса Всемирного Банка

⁴¹ “Did Russia Just Overcome Its 20-year Demographic Crisis?” (Пережила ли Россия 20-летний демографический кризис?) Washington Post Blogs: WorldViews (1 ноября 2012), предложенный ответ: «не совсем». См. также, М. Avdeeva, А. Ereemeeva, V. Kozlov, S. Nikitina, S. Zakharov, “Russia’s Demographic Crisis”, Carnegie Endowment for International Peace (26 января 2012); “Birth, Life and Death in Russia: Should the West Address the Crisis?” American Enterprise Institute Foreign and Defense Policy (14 февраля 2013); “Addressing Russia’s Mounting Human Resources Crisis”, American Enterprise Institute (2013).

⁴² “Red Tape, Corruption Stall Russian Biz Boom” US-Russia Business Council (25 февраля 2013); “The Hell of Russian Bureaucracy”, The Guardian (23 апреля 2012); “The Red Tape of Russian Visas”,

традиционно низко оценивает Россию с точки зрения удобства ведения бизнеса. Как было отмечено в одной из статей о бюрократии в России в связи с исследованием Всемирного Банка, «несмотря на то, что Дума принимает новые законы рекордными темпами, оценка России не улучшилась ни в одной категории [в 2011 г. по сравнению с 2010 г.]»⁴³, при этом подчеркивалось, что совокупный рейтинг России упал более чем рейтинг какой-либо другой страны – со 116 места на 123, тогда как соседний Казахстан вырос на 16 позиций. «Если у страны обременительные, расплывчатые и противоречивые нормативно-правовые акты, регулирующие предпринимательскую деятельность, велика вероятность снижения деловой активности.»⁴⁴

И, наконец, Россия воспринимается как страна, зависимая от добычи углеводородов. Бюджет России на 35% финансируется за счет нефти и газа, «[и] без этого дохода наблюдался бы дефицит порядка 10%»⁴⁵ Много говорят о том, что Россия подвержена риску колебаний цен на нефть и газ, в особенности по причине разработки сланцевых месторождений США. Экспорт нефти снижается, так же как и экспорт газа в Европу. Повышение добычи нефти в большой степени зависит от инвестиционной и налогово-бюджетной политики. Зависимость от нефти представляется фундаментальным недостатком.⁴⁶ В области динамики рынка инвестиционное сообщество рынков капитала регистрирует повышенный риск.

Рисковая премия. В этом году «Форум Россия» Сбербанк на одной из сессий отметил:

«Нет никакого сомнения, согласно единодушным прогнозам, что на фондовом рынке России акции торгуются с большим дисконтом к аналогам как на развитых, так и на развивающихся рынках. Согласно недавнему докладу Sberbank Investment Research, дисконт к аналогам на мировых развивающихся рынках

BBC Travel (13 мая 2011); “Long After USSR’s Collapse, Red Tape Distorts Russian Economy”, Financial Times Blogs: Beyond-BRICs (30 июня 2010).

⁴³ “What’s Wrong with Russia – Part II – Red Tape”, The Russia Monitor: A Blog on Russian Law, Politics and Business (17 ноября 2010)..

⁴⁴ Там же

⁴⁵ “Is Russia Ready for Life After Oil?” Forbes (3 октября 2012).

⁴⁶ “Economy: Oil Dependency Remains a Fundamental Weakness”, The Financial Times (20 июня 2012). См. Также , “Putin Plays Down Russia’s Deadly Dependence on Oil & Gas Revenues” Oilprice.com (30 октября 2012).

составляет 25-50%. В том же докладе подчеркивается, что в России фондовая «премия к риску» («сверхстоимость», которую инвесторы требуют за относительно бóльший риск) существенно выше, чем на большинстве аналогичных рынков, и что такая рискованная премия за последние два года увеличилась почти до 10у.»

«Среднестатистическое» российское предприятие, которое желает получить доступ к рынкам капитала или «инвестиционному сообществу», вынуждено нести дополнительные расходы (иногда их именуют «премия к риску») и принимать заниженную оценку предприятия, которая естественным образом вытекает из того, что риск воспринимается как более высокий. Такие «дополнительные расходы» пронизывают счет прибылей и убытков и баланс всех компаний, вовлеченных в этот процесс, в виде более высоких процентных ставок и транзакционных издержек, более обременительных условий и требований по обеспечению и залогоу, требуемых будущих показателей, от которых зависят рейтинги... Этот список можно продолжать еще долго. Социальные издержки колоссальны.

На интернет-сайте Форума Сбербанка приведены результаты экспертного и публичного обсуждения: «Модератор попросил присутствующих ответить на несколько вопросов. Первый был о том, обоснован ли дисконт в России. Большинство ответили утвердительно. Вторым вопросом состоял в том, какими негативными факторами в максимальной степени вызван такой ценовой разрыв. Наиболее распространенными ответами были: отношение к миноритарным акционерам (36%) и неблагоприятное влияние правительства (28%). Аудиторию спросили также, что может сделать правительство, чтобы помочь фондовому рынку преодолеть такой разрыв в цене, и 62% присутствующих сочли, что наилучшей мерой будет борьба с коррупцией и бюрократией».

В числе других негативных факторов присутствовавшие на заседании упоминали: бегство капитала и зависимость от цен на нефть; недостаток правового государства, непредсказуемость правил игры и отсутствие заботы о правах миноритарных акционеров; инфраструктуру; советский менталитет, бюрократию и отказ использовать современные управленческие и рабочие процессы. Михаил Шамолин, президент АФК «Система», подчеркнул, что ряд компаний с

«блестящим» менеджментом, действующих вопреки такому окружению, в итоге торговались с премией по отношению к аналогам. Таким образом, авторитетные участники дискуссии видят прямую связь между факторами риска, рассматриваемыми в настоящей работе, и несчастной судьбой российских предприятий, пытающихся выйти на рынки капитала.

Более того, комментаторы постоянно отмечают, что эти факторы – и, конечно же, общее состояние рынка – привели к замедлению потока российских IPO.⁴⁷ Возможно, более точной будет следующая формулировка: многие наблюдатели каждый год с 2009 г. повторяют, что поток IPO вот-вот возобновится, а потом, когда этого не происходит, другие специалисты (или даже фирмы, которые твердят, что рынок вот-вот возродится) объясняют, почему то или иное IPO не смогло сдвинуться с мертвой точки⁴⁸, а реальные показатели свидетельствуют о снижении темпа. Конечно же, существуют примечательные исключения, когда IPO действительно оказывались успешными (например, Мегафон, Яндекс и т.д.). Соответственно, возникает вопрос: что могут сделать российские предприятия для улучшения сложившейся ситуации? Может ли частичным ответом на такой вопрос стать пристальное внимание к корпоративному управлению?

3. Учит ли нас чему-нибудь история?

Более 300 лет назад в Западной Европе формировался торговый класс, которому требовались собственные «корпоративные субъекты» для содействия коммерции. Этот рост торгового класса превратил существовавшую ранее систему «королевских уставов» в частные корпорации. Таким образом, такие концепции средневекового общего права, как суды и отношения агента – принципала, эволюционировали в коммерческую модель частной корпорации. В то время Великобритания колонизировала большие территории по всему миру, в том числе те, которые мы сейчас называем Америкой, и эволюция частной корпорации была

⁴⁷ “Russian IPOs in 2012 and Beyond”, *The Moscow Times* (3 апреля 2012)..

⁴⁸ “Another Reason to Stay Out of Russia”, *Business Insider* (14 декабря 2010) – Sovcomflot: “Russia Helicopters: Hard Landing”, *The Financial Times* BeyondBRICs (11 мая 2011); “Political Risk Hovers over Russian IPO Market”, *The Wall Street Journal* (12 мая 2011); Russian IPOs: Case by Case”, *The Financial Times* BeyondBRICs (16 октября 2012) – Promsvyazbank; “Russia Rail Carrier NTS Postpones Share Sale Marketing”, *Bloomberg.com* (25 января 2013).

жизнеспособной правовой моделью, способствующей коммерческому и социальному развитию. Способность Великобритании выступать в большей или меньшей степени как «гражданское общество» распространилась по всему миру, проявившись в той или иной степени и в различные периоды времени в Канаде, ЮАР, Индии, Австралии, Новой Зеландии, в некоторых регионах Ближнего Востока, Юго-Восточной Азии и Африки, в Ост-Индии, Гонконге и других местах. Частная корпорация была *значимым* инструментом поддержания промышленной революции. В период с 1800 г. и до начала 1900-х годов история корпоративного управления – это история «корпоративного права» и история распространения промышленной революции. Переход от меркантилизма к фабричной системе подпитывался в первую очередь «чужими деньгами». «Договоренность» между нацией и государством⁴⁹ или «правило игры», побуждающее «других людей» рискнуть своим капиталом в процессе развития промышленности, состояло в том, чтобы предоставить им «ограниченную ответственность» по обязательствам, которые могут быть созданы корпорацией, при условии, что они не будут вмешиваться в управление ею. Другие люди (акционеры) вкладывали свой капитал в корпорации и, если корпорация шла ко дну, обязательства акционеров ограничивались тем капиталом, который они вложили. Аналогичным образом, если акционер одновременно не являлся должностным лицом (по сути, принципалом) или сотрудником (по сути, агентом) корпорации, акционер не нес ответственности сверх своего капитала за неправомерные действия или долги корпорации. Эти концепции корпоративного права – разделение правил игры между инвесторами и менеджментом, между миноритарными акционерами и владельцами контрольного пакета, а также между инвесторами и внешним миром, имеющим взаимоотношения

⁴⁹ При этом не подразумевается, что где-то в оперативном пункте или за столом переговоров эти политики были «согласованы» или изложены в виде плана. Вероятнее всего, по мере развития законов и благодаря эволюции общего права, поскольку народы, как правило, любят рост и власть, законы и их интерпретация видоизменялись в поддержку таких концепций ограниченной ответственности. См. А. Костюк. Корпоративное управление в переходных экономиках, Kostyuk, Corporate Governance in A Transition Economy VirtusInterpress (2005) at стр. 5. См. также, U. Braendle and A Kostyuk, “Developments in Corporate Governance”, VirtusInterpress (2007); R. Apreada, C. Gerner-Beuerle, А. Костюк. Корпоративное управление; международный взгляд, VirtusInterpress (2011). Господин Костюк блистательно рассматривает исторические и социальные аспекты прошлого и будущего развития управления на развивающихся рынках, в особенности в СНГ..

с корпорацией – не имели ничего или почти ничего общего с созданием или ростом фондовых бирж.

Многое из того, что мы сегодня называем управлением, было всего лишь распространением государственных или региональных законов и нормативных актов, регламентирующих деятельность людей и организаций, находящихся в таких государствах и регионах), модернизацией и применением этих ранних идей к фондовым биржам (межгосударственным или многонациональным по своему охвату, но изначально не имевшим никакого национального или межрегионального регулирования) или к национальному либо транснациональному законодательству (вместо государственного или регионального, с которого все начиналось). Многие корпоративные операционные системы и системы отчетности возникли не из абстрактных принципов или соображений морали, а как способ исполнения основных требований корпоративного законодательства.

Еще одна важная проблема, которая разрешалась по-разному в разных местах, это вопрос, связанный с правом: вправе ли он делать это в своих интересах (подавая, в том числе, коллективные иски от имени акционеров, находящихся в аналогичной ситуации) или в интересах компании (производное право, проистекающее из интересов компании). И сложно определить, является ли такое положение законным или правильным, если не знать правила работы с ценными бумагами в отдельной юрисдикции.

Таким образом, тенденция ориентироваться на высокоуровневые принципы «закона о компаниях» – одна из причин, по которым диалог о корпоративном управлении в России часто звучит как морализаторство. Законы Комиссии по биржам и ценным бумагам, закон Сарбейнса-Оксли и т.д., а также Объединенный кодекс и законы о компаниях – все они базируются на главном, основополагающем корпоративном праве юрисдикции, которое более стабильно и прагматично.

История эволюции корпораций и корпоративного управления – это также история развития профессий и профессиональной ответственности. Например, до изобретения корпорации и до начала промышленной революции не было такого

явления как профессия бухгалтера.⁵⁰ Первые законы, признававшие бухгалтерский учет как профессию, возникли в США только на рубеже XX века. Они впервые появились в Великобритании за несколько десятилетий до этого. До начала 1900-х годов не было такого явления как GAAS (общепринятые стандарты аудита) или GAAP (общепринятые принципы бухгалтерского учета). Параллельно с эволюцией корпоративного права и корпоративного управления, начиная с 1850-х гг. развивались функции и обязанности специалистов. И этот эволюционный процесс также начался в странах «общего права» и распространялся на другие государства. Некоторым читателям все это может показаться гигантским историческим отступлением, однако даже сегодня, когда у других стран БРИКС есть устоявшиеся законы о квалификационных требованиях к бухгалтерам, например, у России их нет. Значительная часть эволюции, связанная с развитием частных компаний, корпоративного права и, в конечном итоге, корпоративного управления, а также с их распространением в широком смысле через торговые, предпринимательские, буржуазные, журналистские, законодательные и юридические классы из поколения в поколение, никогда не осуществлялась в России так, как она протекала в странах общего права, и даже так, как в Венгрии, Польше, Чехии и некоторых других сообществах Восточной Европы.

Эволюция должностных обязанностей специалистов вынуждала профессиональные сообщества вырабатывать регламенты и общепризнанные практики. Это имело огромные последствия для корпоративного управления. По мере того, как обязанности бухгалтеров формулировались более четко (т.е. после того, как их судебные убытки начали создавать для них профессиональные проблемы), они отреагировали созданием GAAP, а затем GAAS – совместно с Нью-Йоркской фондовой биржей (которая в действительности сопротивлялась такой инициативе вплоть до Великой депрессии, как и бухгалтера до того момента). Поскольку законы, как правило, пишут юристы, а юристы становятся судьями, распространение ответственности дошло до юридического сообщества позднее, но это все же произошло. В 1980-х гг. банки начали нести ответственность за кредиты,

⁵⁰ См., P. Ostling, “Under the Spreading Chestnut Tree: Accountants’ Legal Liability – A Historical Perspective” Touche Ross University of Kansas Auditing Symposium (1986).

выданные ненадлежащим образом недобросовестным компаниям, поскольку это давало возможность таким компаниям продолжить свое существование и нанести ущерб другим членам инвестиционного сообщества. Поскольку Россия еще не разработала собственную стандартизированную систему квалификации бухгалтеров (в России, например, не созданы основополагающие принципы правоприменения и стандарты поведения), молодые россияне едут в другие страны для получения соответствующей квалификации.

Это приводит нас снова к краткому упоминанию баронов-разбойников. Суть в том, что все законы, принятые после 1900-х годов, и все концепции управления, и даже GAAS и GAAP были «изобретены» в первую очередь именно для предотвращения и наказания подобных бесчинств. Федеральная торговая комиссия США, Совет управляющих Федеральной резервной системы, Антитрестовский закон Шермана, закон Клейтона и многие ранние законы США о труде – все были ответом на монополистское / олигополистическое поведение баронов-разбойников и их последователей. Примером возмущения регуляторов в эту эпоху может служить история создания Morgan Stanley и JP Morgan.

Правила Нью-Йоркской фондовой биржи, требовавшие от эмитентов публикации годовых финансовых отчетов (более жесткие правила листинга на бирже), а также первые усилия по созданию GAAP и, вскоре после этого, GAAS в период с 1929 г. по 1933 г. были непосредственной реакцией на крах фондового рынка 1929 года и излишества финансового класса в Ревущие двадцатые. Дальнейшим этапом такой реакции стали законы о ценных бумагах 1933 и 1934 гг.

Таким образом, законодательство 1930-х годов, которое многие называют определяющим фактором, выдвинувшим корпоративное управление на первый план, возникло не *по случаю*. На самом деле, это был просто очередной эволюционный этап выработки «правил игры» для облегчения формирования и более эффективного распределения капитала, подобно выработке корпоративного права в эпоху промышленной революции за сто лет до этого. Эти правила отражали меры по сдерживанию риска и контролю амплитуды экономических циклов в контексте рынков капитала, которые начали становиться более глобальными и более доступными для широких масс населения. Похожую, но

несколько иную историю можно рассказать об эволюции законов и культуры, связанных с корпоративным управлением в Великобритании.

В течение восьмидесяти лет после принятия закона США «О ценных бумагах» отмечались значительные подъемы и падения экономики и громкие финансовые скандалы как в США, так и в Великобритании. В обеих странах в результате неудач принималось дополнительное законодательство с целью ограничить некорректное поведение компаний и банков и повысить точность отчетности, а также расширить практику качественного управления. Не все эти законы сработали так, как было задумано или как хотелось бы. Однако в каждом случае крупные неудачи использовались как возможность дальнейшего развития прав сообщества инвесторов и снижения риска, наблюдаемого на рынках.

В конце 1920-х – начале 1930-х годов в США в центре внимания средств массовой информации и общественности были явления, воспринимаемые как коррупция в системе и влияние баронов-разбойников, а также отдельные элементы банковской и инвестиционной систем. Аналогичные комментарии слышны и сегодня в США и Великобритании о поведении банков, которое привело к Великому спаду. Россиянам не требуется иностранная пресса или иностранные специалисты, чтобы привлечь их внимание к проблемам коррупции или российским рискам. Они сами первыми их замечают и первыми высказывают недовольство такими явлениями. В настоящее время невозможно читать российскую прессу и не замечать статей об усилиях, предпринимаемых администрацией президента, направленных на противодействие коррупции. Мы можем спорить о широте охвата или о фокусе внимания на борьбе с коррупцией, но она на слуху в России на всех уровнях общества. Остается открытым вопрос: как российские регулирующие органы могут направить эту всеобщую энергию борьбы с коррупцией на «толчок» в сторону корпоративного управления? История мер, принятых в США и Великобритании и ориентированных на элементы базового корпоративного законодательства, а также на регулирование профессиональных сообществ, представляет собой многообещающую область для изучения в контексте сегодняшней России. Если граждане России сегодня интересуются такими вопросами, может быть, есть способ донести до них идею о том, что корпоративное управление и «тон сверху»,

необходимый для настоящего управления – это средство от ряда пороков, от которых страдает общество?

Взаимосвязь между эволюцией корпоративного управления и развитием «профессиональных стандартов» и профессиональной ответственности – это наиболее низко висящий плод. В США и Великобритании проделана гораздо большая работа на базе концепции о том, что профессиональные организации – это «сопровождающие» национального регулирования корпоративного поведения. В США, например, существует Американский институт дипломированных бухгалтеров, а также Американская ассоциация бухгалтеров, причем в каждом штате и даже в некоторых крупных муниципальных районах имеются аналоги этих профессиональных организаций. Есть Американская ассоциация адвокатов, ассоциации адвокатов отдельных штатов и ассоциации адвокатов крупных городов. С помощью правоприменения, регулирования и личной заинтересованности все эти органы (так же, как и независимые директора) приняли идею о том, что каждый в отдельности и все они вместе несут ответственность за содействие обеспечению надлежащего управления, добросовестных корпоративных стандартов прозрачности, в том числе с помощью таких учреждений, как Совет по стандартам бухгалтерского учета, и могут лишиться лицензий, денег и свободы в случае несоблюдения профессиональных стандартов.

Многие десятилетия эти профессиональные органы для поддержания саморегулирования создавали процессы, которые обеспечивали бы соответствие их собственных профессиональных стандартов (а в случае экспертного рецензирования – соответствие практического применения стандартов отдельными лицами и фирмами) целям управления, прозрачности, надлежащей финансовой отчетности, предотвращения мошенничества и убытков и раскрытия информации. Опубликована информация о множестве судебных дел, в которых суд наказывал таких специалистов (бухгалтеров, юристов, директоров и т.д.), когда они не исполняли свои обязательства. Беспокойство государства о том, достаточно ли того, что делает бухгалтерское сообщество, привело к созданию Совета по надзору за публичными компаниями (PCOB) (в период действия закона Сарбейнса-Оксли) для контроля за работой дипломированных бухгалтеров при проведении ими

аудита публичных компаний. РСОВ осуществляет надзор за процессом, который включает независимую техническую экспертизу даже аудиторских проверок компаний, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам, которые проводились, например, аудиторскими фирмами Большой Четверки в Москве.

В дополнение к профессиональным организациям в отдельных странах, таких как США и Великобритания, эти профессиональные объединения в конечном итоге обеспечили разработку международных профессиональных стандартов после создания таких организаций, как Комитет по международным стандартам бухгалтерского учета (IASC), который впоследствии стал Советом по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB). IASC и IASB в постоянном партнерстве работают над сближением, например, международных стандартов финансовой отчетности и GAAP Комиссии по ценным бумагам и биржам США, а история развития корпоративного управления за последние 20 лет связана с разработкой международных финансовых стандартов и международных стандартов финансовой отчетности.

Каким образом это связано с корпоративным управлением в России? Как представляется, одной из причин недостаточно динамичного развития корпоративного управления в России за последние 20 лет является нехватка таких профессиональных институтов. Бухгалтеры, юристы и банковские работники, практикующие в США, Великобритании или Нидерландах, например, гораздо больше опасаются регулирующих органов в контексте исполнения профессиональных обязанностей, чем их коллеги в России.⁵¹ Среднего

⁵¹ См. «New Money Put City's Reputation At Risk», *The Financial Times*, сноска 6 выше, где *The FT*, критикуя «непрозрачное управление» компаний развивающихся рынков и слабые стандарты в режиме «соответствуй или объясняй» Лондонской фондовой биржи, отметила, что многие «недавние новички [с развивающихся рынков] быстро привлекли в свои советы директоров представителей истеблишмента Сити, в том числе рыцарей Соединенного Королевства, лордов и топ-менеджеров некоторых наиболее известных британских компаний». Компании в России иногда искали полезное имя с достойным резюме и титулом (таких людей можно назвать «лорды напрокат»), чтобы они появились в совете директоров непосредственно перед IPO и присутствовали на трех-четырёх заседаниях в год, не создавая слишком много проблем, и обеспечили управленческое «прикрытие» для IPO. То обстоятельство, что такие символические директора не ощущали практически никаких неудобств в связи со своей деятельностью, порождало одну из проблем российского корпоративного управления. Эта практика породила заниженные ожидания. Они не сталкивались с тяжелой работой и риском. От директоров *ожидают*, что они будут приносить компании *реальную* ценность. Это должен быть *тяжелый* труд. Должно быть ощущение *риска неудачи*. Сегодня в России есть множество прекрасных и трудолюбивых директоров –

американского бухгалтера в России гораздо больше беспокоит соответствие требованиям Комиссии по биржам и ценным бумагам и РСОВ, чем соблюдение стандартов какого-то их российского аналога (это относится к приведенному выше положению о том, что управление в России имеет перекося в сторону «притягивания» к управлению «чужих денег» с внешних рынков капитала и в меньшей степени ощущает «давление» внутренних российских институтов). Другие организации подтвердили, что могут сказать то же самое про российских юристов и бухгалтеров. Для улучшения корпоративного управления в России и в интересах наших клиентов и всех россиян необходимо проделать большую работу по разработке, внедрению и обеспечению жизнеспособности профессиональных стандартов и профессиональных организаций. Настало время профессионалам сделать шаг вперед и принять на себя значительную долю ответственности за создание настоящего «давления», идущего изнутри России.

Еще один элемент более широкого «давления» в пользу корпоративного управления, который существенно отличается в историческом плане от ситуации в США – это активность акционеров. Законы США, а также органы юстиции, интерпретирующие их, сделали каждого отдельного акционера важным элементом процесса правоприменения. Согласно законам штата (например, штата Делавэр), акционер имеет определенные права по изучению бухгалтерских книг и документов компании, а также может осуществить свои права акционера, подав иск против корпорации. Некоторые из этих прав отражают интересы компании, иначе говоря, акционер выступает от имени компании и всех ее акционеров, отстаивая какое-то право компании (и зачастую при этом противостоит руководству компании или большинству акционеров). Законы о ценных бумагах и 1933 г., и 1934 г. предоставили инвесторам право подавать иски, при этом наибольшей известностью пользуется правило 10b(5). Существует множество законов об исках частных лиц, например, закон «О коррумпированных и находящихся под влиянием рэкета организациях» («RICO»). Нет сомнений в том, что имели место злоупотребления таким правом, и суды и законодательные органы

россиян и иностранцев, в том числе рыцарей и лордов, которые упорно трудятся и стремятся к реальным стандартам и реальной подотчетности. И им тоже не нравится, когда такие фальшивые директора портят репутацию.

за последние 15 лет потратили немало времени на урегулирование ситуаций, связанных с неумеренным использованием юристами прав, связанных с возможностью подачи групповых исков и клиентами таких юристов. Тем не менее, активность акционеров и потребителей уже больше 50 лет находится в авангарде развития корпоративного управления в США.

Если обратиться к России, опять-таки в качестве наблюдателя, нетрудно заметить, что активность потребителей и акционеров столь же нежелательна, как и инструменты создания «давления» в пользу руководства. Остается только надеяться, что руководящие силы окажутся в состоянии увидеть различия между теми типами активности акционеров, которые способствуют усилению прозрачности, управления и целостности в частных компаниях, и теми, которые воспринимаются как «политические». В апреле на «Форуме Россия» Сбербанк Е. Новокрещеных отметила, что «защита миноритарных акционеров являются насущной проблемой. Миноритарные инвесторы должны стать на рынке «священной коровой», но [по ее словам] для решения этой проблемы недостает политической воли». Альберт Ганюшин согласился с этой точкой зрения о миноритарных акционерах, но добавил: «инвесторы чувствуют, что правительство могло бы делать больше для их защиты, но не видят никакого прогресса в этой области». Если Россия действительно хочет улучшить свое корпоративное управление, именно здесь, как представляется, есть почва для привлечения активной поддержки населения.

Конечно же, идея укрепления прав акционеров и предоставления акционерам дополнительных инструментов и дополнительного вознаграждения для выполнения роли гражданских обвинителей понравится владельцам контрольных пакетов и их профессиональным представителям не более, чем выстрел картечью. Вопрос очень простой: не пора ли изменить парадигму и сделать уклон в пользу корпоративного управления, прозрачности и добросовестности? И еще один актуальный вопрос: если Сбербанк прав в том, что российские предприятия несут дополнительное бремя, препятствующее выходу на биржу, если корректировка,

вызванная риском, достигает 50% от капитализации рынка,⁵² выиграют или проиграют от такого изменения те, кто отстаивают статус кво (протестуя против всяких прав и активности акционеров)?

Эти и другие системные изменения могли бы способствовать улучшению ситуации с корпоративным управлением в России и снижению дисконта, связанного с риском.

4. Что следует делать на уровне компании?

Вне зависимости от возможности системных изменений, существуют меры, которые российские предприятия могут принять вне зависимости от того, котируются они на бирже или нет, чтобы улучшить свою репутацию в части управления и риска. Такие меры создадут конкурентное преимущество для тех, кто будет действовать серьезно. В существующей деловой среде с ее недоверием и часто плохим управлением компании, которые заявляют о готовности к «качественному корпоративному управлению», становятся образцом для подражания.⁵³ Какие меры компании должны принять (а добросовестные компании, такие как «Евраз», МТС, «Уралкалий», «Полиметалл» и «Полюс Золото» и другие, уже принимают) в России сегодня? Какие практические действия должны рекомендовать профессиональные консультанты?

Существует аспект корпоративного управления, который обычно недооценивают: самые фундаментальные инструменты «корпоративного управления», используемые советом директоров и его комитетами для надзора и мониторинга (а также топ-менеджерами и администрацией – для фактического руководства предприятием), по сути дела, не что иное как «качественный бизнес». Слишком много времени тратится на «моральные наставления» в связи с корпоративным управлением, тогда как на самом деле речь идет о получении большей прибыли и

⁵² И если правы все те, кто заявляют, что бегство капитала является проблемой, если ПИИ могли *потенциально* быть больше, но мы, по мнению экспертов, недостаточно эффективно работаем в России, и если затраты по российской премии к риску пронизывают бухгалтерский баланс и счет прибылей и убытков в определенной степени «в кредит», а также другие сделки в связи с более высокими издержками, комиссиями и относительно неблагоприятными условиями, разве общее улучшение деловой среды и экономики не оправдывает связанные с этим затраты? ?

⁵³ При этом следует помнить, что никакое добросовестное управление не способно сделать из плохой бизнес модели хорошую.

повышении стоимости акций. Чтобы глубже понять эту мысль, давайте посмотрим, какие типичные комитеты и реальные механизмы используются Советом директоров для осуществления своих обязанностей в «хорошо управляемой» корпорации. Обязанность комитета по аудиту – осуществлять от имени совета директоров надзор за финансовыми вопросами и рисками предприятия. Для этого каждый комитет по аудиту взаимодействует с финансовыми специалистами внутри компании и с внешними финансовыми и юридическими консультантами, такими как независимые аудиторы. Но какие «системы и процессы» на самом деле мониторит и отслеживает комитет по аудиту в рамках своих обязанностей? Каждый комитет по аудиту, который хоть чего-нибудь стоит, настаивает на применении надлежащих систем управления финансами, которые, в свою очередь, базируются на соответствующих мерах контроля и возможностях отчетности. Каждое корпоративное решение, как правило, требует оценки риска и выгоды, а для правильной оценки риска и выгоды корпорации обычно нужна полезная система управления рисками. Для определения возможностей мер контроля и процессов по оценке рисков и минимизации убытков обычно необходима какая-то форма внутреннего и внешнего аудита и план снижения рисков.

Если посмотреть на типовые обязанности комитета по вознаграждениям и назначениям, оказываешься все в той же реальности. Если говорить упрощенно, комитет по вознаграждениям помогает совету директоров отбирать директоров и высших руководителей и принимать решения о вознаграждении членов совета директоров и топ-менеджеров. В сущности, процесс работы комитета по вознаграждениям – это, пожалуй, одна из наихудших областей российских компаний с точки зрения понимания того, как комитеты по вознаграждениям и назначениям должны увеличивать стоимость. В хорошо функционирующем и хорошо управляемом совете директоров комитет по вознаграждениям проводит фундаментальный анализ и утверждает (а также представляет совету директоров в целом) кадровую стратегию предприятия: есть ли в компании сотрудники, которые понадобятся ей сегодня и завтра; как она их привлечет; правильно ли рассчитаны зарплата, бонусы и премиальные акционерные программы компании для привлечения и удержания людей, обладающих надлежащими навыками для

осуществления бизнес-плана; адекватно ли такие программы выплат мотивируют этих работников; имеются ли надлежащие корпоративные и индивидуальные ключевые показатели эффективности (КПЭ); будет ли достижение годовых и более долгосрочных КПЭ способствовать выполнению и перевыполнению бизнес-плана; имеются ли надлежащие системы оценки производительности, постановки целей, управления преемственностью и т.д.

Задачи комитета по аудиту и комитета по вознаграждениям не сводятся к какому-то эзотерическому и философскому «деланию добра». Хороший комитет должен в течение года встречаться со специалистами, ответственными за эти очень сложные и конкретные корпоративные системы. На заседаниях комитета по аудиту многих передовых российских компаний присутствует финансовый директор, внутренний аудитор, риск-менеджер и директор компании по безопасности. Генеральный директор обычно присутствует на каждом заседании как минимум половину времени. Время от времени на заседания приходят внешние аудиторы, юрисконсульт компании, директор по ИТ и директор департамента финансовой отчетности. Бывают отдельные заседания и телеконференции для переговоров с аудиторами, финансовым директором и другими. Продолжительность и частота таких контактов определяются планом работы в целях предотвращения снижения стоимости акций. Аналогичным образом, на заседаниях комитета по вознаграждениям и назначениям присутствуют не только директор по кадрам, но и финансовый, и генеральный директор, а также внешние консультанты по компенсациям и другие советники. Этот комитет должен также работать совместно с председателем совета директоров над оценкой самого совета директоров и его членов. Аналогичным образом следует обдумать, чем занимается комитет по стратегии и за какими корпоративными системами он должен осуществлять надзор; это следует сделать также и для всех остальных комитетов совета директоров.

Если проведена критическая оценка того, что в действительности должен делать совет директоров, и если консультанты компании проактивно транслируют то, что совет директоров делает на практике, необходимость в морализаторстве исчезнет. В хорошо управляемых советах директоров нет места «лордам напрокат». Необходимо обязать членов совета директоров постоянно вносить свой вклад,

который должен быть измеримым, в увеличение стоимости акций компании, иначе такие директора – просто пустая трата денег. Профессиональному сообществу в России пора подчеркнуть этот аспект качественного корпоративного управления. И это не морализаторство. Это хороший бизнес. Добросовестные российские компании уже поняли это. В большинстве своем успешные российские деловые люди гораздо лучше поймут предлагаемые преимущества того, что качественное корпоративное управление может сделать для увеличения стоимости акций, нежели философские и эзотерические идеи, основанные на социальной ответственности. Таким образом, хорошо управляемый совет директоров, осуществляя надзор и настаивая на стандартных корпоративных структурах, которые поддерживают нормальное функционирование бизнеса, и, осуществляя эти обязанности добросовестно и с надлежащей долей независимости, обеспечит корпорации хорошее корпоративное управление, прозрачность и добросовестность.

Принятие вызова, связанного с управлением, и отношение к управлению, как к предлагаемому преимуществу. Некоторые консультанты в России по-прежнему ведут себя так, будто корпоративное управление, наряду с корпоративными системами, обеспечивающими первоклассное функционирование и поддерживающими управление, является «убыточным товаром», а не средством увеличения стоимости и привлечения инвестиций. О таком отношении свидетельствует тот факт, что некоторые из них разрешают слишком многим своим клиентам «подождать», пока до начала IPO не останется всего несколько месяцев, и только после этого начать серьезно размышлять об управлении, совете директоров и его системах.⁵⁴ Когда компания серьезно относится к вызову,

⁵⁴ Причина может быть в том, что специалисты не относятся серьезно к такому фактору, как внутренняя готовность компании к IPO, поэтому не хотят показаться чересчур настойчивыми клиенту, который, возможно, даже не понимает последствий повышенного дисконта в России, вызванного риском (на самом деле события могут развиваться по сценарию, строго противоположному заверениям, которые дают некоторые профессионалы, о благополучном исходе IPO). В некоторых ситуациях (если специалисты не считают, что определенная компания «близка» к требованиям открытого рынка), они назначают на конкретный проект сотрудников, которые меньше разбираются в процессе IPO и в рынках капитала. Но человек, который никогда не работал в Совете директоров и, возможно, никогда не были вовлечены в процессы, происходящие на рынках капитала, на самом деле не могут «быть тренерами в том виде спорта, которым никогда не занимались».

связанному с управлением, она назначает полностью независимых директоров без исполнительных полномочий (из которых минимум один имеет квалификацию эксперта в области финансов в соответствии с правилами целевой юрисдикции листинга, и хорошо, если другой член комитета хорошо знает специфику данной отрасли). Ведущие компании в России, которые твердо решили конкурировать за счет более качественного управления, также назначают независимого председателя без исполнительных функций. И эти лидеры сразу обеспечивают независимость комитета по аудиту и в ближайшее время сосредоточивают внимание на независимости комитета по вознаграждению.

Компании, которые хотят, чтобы их уважали за хорошее корпоративное управление, связывают себя этим обязательством перед сообществом инвесторов, перед своими акционерами в целом, перед рейтинговыми агентствами, перед своими банками и специалистами. Например, они нанимают первоклассного опытного руководителя в области отношений с инвесторами и предоставляют этому человеку полномочия и разрешения на проактивное информирование рынка о взятом ими обязательстве.⁵⁵ Наряду с прочим, такие специалисты по взаимоотношениям с инвесторами ведут работу по представлению на рынке успехов, достигнутых в области управления. Это означает периодическую организацию встреч независимых членов совета директоров компании с представителями инвестиционного сообщества и рейтинговых агентств. Такие компании относятся к привлечению независимых директоров как к серьезной инвестиции. Они используют лучшие кадровые агентства и ищут людей, чье имя и опыт в области управления, а также их репутация, служили бы гарантией обязательств компании на рынке капитала. Они заключают с директорами официальные соглашения, где излагаются серьезные обязательства директоров. Они просят и ожидают, что директора будут выступать в качестве менторов и организаторов, которые будут способствовать развитию высшего руководства компании. Они просят и ожидают, что такие директора, благодаря их

⁵⁵ «МТС» и «Уралкалий», а также все большее количество ведущих российских компаний много вкладывают в качественный IR, что подразумевает постоянное взаимодействие с инвестиционным сообществом и заинтересованными лицами, и подтверждает тот факт, что компании серьезно относятся к качеству корпоративного управления.

многолетнему финансовому и коммерческому опыту, помогут обновить операционные, финансовые и информационные системы компании.

Иногда владельцы контрольного пакета акций и руководители российских компаний налагают ограничения на «вмешательство» совета директоров и его независимых членов в «администрирование» или «контролирование естественных областей влияния акционеров». Тем самым они выхолащивают эффективность совета директоров, так что возникает риск превращения его независимых членов в декорацию. Это совершенно противоположно идее корпоративного управления. И консультантам следует гораздо меньше потворствовать инстинктам контроля, если они действительно хотят максимальной рыночной капитализации для своих клиентов.

Корпорации, желающие быть лидерами в области корпоративного управления, разрабатывают реальные структуры для воплощения в жизнь такого обязательства. Они насаждают строгий тон с самого верхнего уровня по всем вопросам честности и прозрачности. Они заранее разрабатывают процесс привлечения независимых членов в совет директоров для анализа и одобрения всех сделок с заинтересованностью и сделок между аффилированными лицами. Все знают, что такие сделки – не редкость в российском бизнесе. Но создание хорошо управляемого процесса, на который акционеры могут положиться, позволяет одновременно сдерживать риски и увеличивать прозрачность. Зачастую такие компании заявляют о принятых на себя обязательствах на самом видном месте в годовой отчетности и на сайтах в интернете, чтобы подчеркнуть их.⁵⁶ Эти компании рассматривают вопрос создания структур комитетов, выдвигающих качественное управление на первый план: например, создание комитета по «управлению», задача которого – рассматривать все соображения, связанные с управлением, и давать рекомендации по его постоянному совершенствованию. Такие компании принимают во внимание особые ограничения по голосованию и назначению директоров, применимые в России. До тех пор, пока эти законы не изменят, ориентированные на управление компании и группы акционеров, владеющих контрольным пакетом, могут использовать комитет по назначениям в

⁵⁶ Хорошим примером такой практики служит «Уралкалий».

качестве реального комитета. В некоторых случаях, в результате ограничений по назначению миноритариев, такие комитеты могут стать декорацией, а не инструментом управления. Качественно управляемые компании могут использовать концепцию «специального комитета», состоящего из независимых директоров (перед которым отчитываются специалисты по сделкам), когда компания планирует крупные сделки или если сделки могут выглядеть как сделки с заинтересованностью. В таком случае специальный комитет выполняет всю предварительную работу по сделке и выносит ее на совет директоров с рекомендацией, после чего происходит голосование в соответствии с различными нормативными актами, которые определяют, кто может участвовать в процессе утверждения сделки.

Хорошо управляемые компании используют комитеты совета директоров для ведения реальной и непрерывной работы. Более того, они стремятся превратить заседание совета директоров в форум, где происходит обмен идеями и обсуждение реальных задач компании. Заседание совета директоров должно представлять собой нечто большее, чем часовое сидение на стульях, во время которого председатель читает готовый текст по бумажке, а директора должны сказать «да» пять или десять раз, после чего они могут отправиться по домам. Должно пройти как минимум два года с момента создания совета директоров до начала его функционирования как полноценного органа, а не эхо-камеры владельца контрольного пакета акций. Типичное российское коммерческое предприятие, заточенное на контроль, не использует совет директоров и в реальности еще не передало полномочия от Председателя / генерального директора – владельца контрольного пакета акций, «по-настоящему» ответственной и сильной команде руководителей, оно работает по «системе осьминога», где владелец (владельцы) контрольного пакета стремятся использовать все свои щупальца, чтобы контролировать все аспекты предприятия.

Требуется довольно продолжительное время, чтобы такие владельцы контрольных пакетов вышли на нужный уровень доверия и осведомленности и начали ослаблять хватку, чтобы перейти к более демократическому управлению. Такое состояние, когда владелец контрольного пакета уже умеет полагаться на совет директоров, но

остается его председателем, можно назвать «системой акулы». Для перехода с правого края, от системы осьминога, через весь возможный спектр к подлинно «управляемому предприятию» требуется истинная преданность цели и много усилий. Только в этой дальней точке спектра совет директоров функционирует как организм, способный обеспечить реальную ценность и решать серьезные вопросы, с которыми сталкивается компания. До достижения этого уровня зрелости совет директоров не функционирует так, как надеется инвестиционное сообщество, и иногда служит скорее фиговым листком, прикрывающим отсутствие настоящего управления. Избыток профессиональных консультантов не создает здорового напряжения, которое бы способствовало продвижению их клиентов в вышеописанном спектре в нужном направлении. Если они опасаются реакции «акционера» (акционеров), в России существуют организации и фирмы, которые предоставят структурированный процесс перемещения клиента от осьминога как минимум до акулы. По иронии судьбы, большинство профессионалов, которые не решаются активно рекомендовать парадигму управления своим клиентам, сами занимаются предоставлением таких услуг.⁵⁷

Если клиенты испытывают трудности при прохождении процесса IPO и если хорошее корпоративное управление может эти трудности облегчить, и если даже успешные российские эмитенты подвергаются серьезному рисковому дисконту, не *пора* ли позиционировать корпоративное управление как предлагаемое нашим клиентам преимущество? Разве оно не может стать конкурентным преимуществом для наших клиентов? Разве оно не может стать конкурентным преимуществом для специалистов? Разве не получается так, что мы подводим клиентов, когда не осмеливаемся продвигать этот вопрос?

Работа с высокорисковыми областями. Если предприятие желает попытаться развеять всеобщую озабоченность инвесторов факторами риска, озвучиваемыми средствами массовой информации и самими инвесторами, оно может в индивидуальном порядке принять внутренние меры, чтобы продемонстрировать,

⁵⁷ Совету директоров, в котором грамотно выстроена система управления, необходима процедура определения его собственных целей, а для того, чтобы система управления еще и развивалась – система управления эффективностью. Действительно хорошо управляемые компании надлежащим образом раскрывают такие процедуры.

что оно помнит об этих проблемах и, как минимум в пределах собственной компетенции, приняло меры по их минимизации или снижению озабоченности инвесторов. Изложенные ниже предложения – лишь примеры. Каждая компания, которая обязалась использовать корпоративное управление как преимущество, должна быть в состоянии сесть за стол переговоров со своими независимыми директорами и специалистами и выработать ряд структур, процессов и процедур отчетности, способных помочь в работе с такими областями риска.

- Проблемы правового государства могут быть решены посредством явно выраженной приверженности корпоративному управлению, как описано выше; кроме того, признаки правового государства внутри предприятия позволяют быстро развеять опасения миноритарных акционеров. В передовых и хорошо управляемых компаниях обычно присутствуют проактивные политики выплаты дивидендов. Внимание к раскрытию информации на регулярной основе по всем внутренним вопросам, связанным со следованием применимому законодательству, требует проактивной и прозрачной отчетности. Такие компании предупреждают проблемы, которые могут волновать миноритарных акционеров и рынки капитала, и своевременно предоставляют отчеты.

- Риски коррупции – работа с ними всегда начинается с внедрения правильного отношения сверху и может быть продолжена посредством прямолинейной антикоррупционной политики и системы. Основу для этого может предоставить любая хорошая юридическая или бухгалтерская фирма. Такая система включает заявление о ценностях, политики, системы служебных расследований / «горячие линии», обеспечение нормативно-правового соответствия, связь риск-менеджмента и системы внутреннего аудита и безопасности. В России и в Европе нет традиции следования стандартам информационной безопасности, предусмотренным законом Сарбейнса-Оксли. Однако такие меры безопасности и аналогичные им в действительности означают приверженность среде, обеспечивающей внутренний контроль, и позволяют испытывать принимаемые меры, что является средством от коррупции.

- Проблемы, связанные с бегством капитала / ПИИ. На уровне предприятия защитой от этих проблем служит четкая модель капитальных затрат и

инвестиций. Некоторые аналитики разработали идею ориентации отдельных отраслей России (и России в целом) на краткосрочный рост и краткосрочную прибыль. Предприятия должны понимать эту проблему и учитывать ее в своих инвестиционных моделях, чтобы быть готовыми предоставить информацию о ней надлежащим способом. Многие консультанты также рекомендуют своим компаниям подготовить стратегию «поставь себя на место инвестора» для обеспечения доверия на пути к IPO. Два наилучших для этого способа – это выпустить облигации, желательно еврооблигации, и организовать их миноритарное закрытое размещение в крупной инвестиционной группе с хорошей репутацией, в частности, связанной с ЕБРР или МФК (или с кем-то вроде фонда Masquarie). Двойная выгода от таких сделок заключается в том, что такого рода организации тоже начнут требовать надлежащего корпоративного управления и тем самым ускорят развитие. Подобные меры доказывают, что предприятие серьезно настроено оставаться в первых рядах, исполнять условия облигационного контракта и работать с основательным и высококвалифицированным миноритарным акционером.

- Проблемы динамики рынка. Внедрение на предприятии первоклассного управления и операционных систем помогает инвестиционному сообществу понять, что данная компания стремится стать лидером и старается обеспечить эффективность и экономию. В настоящей статье несколько раз подчеркивалось, что корпоративное управление – это нечто большее, чем эзотерическая или морализаторская точка зрения. Оно должно породить корпоративные системы, позволяющие руководству и совету директоров вести корабль с большей эффективностью затрат, чем конкуренты. Основные системы, на которых следует сосредоточить внимание и о которых следует предоставлять информацию в корпоративной отчетности – это те, которые направлены на кадровые ресурсы и стратегии работы с людьми, информационные технологии и инфраструктуру отчетности, а также социальную ответственность компании. В России лишь немногие предприятия начали осознавать, как важно в числе первых в России решать вопросы социальной ответственности (т.е. вопросы защиты окружающей среды, охраны труда и производственной безопасности, борьбы с

коррупцией, поддержки сообществ, развития человеческого потенциала предприятия). Действительно, решение таких вопросов по определению обеспечивает отклик на уровне предприятия на демографические и общественные вопросы, которые находятся в самом сердце инвестиционных рисков.

Конечно же, существуют и другие меры и стратегии, которые предприятия могут осуществлять в рамках конкурентной борьбы, чтобы продемонстрировать, что их управление лучше, чем у других российских компаний. Например, можно подумать о раскрытии сведений о выплатах совету директоров в объеме, превышающем обязательный минимум. Компании, которые не обязаны в полной мере соблюдать еще более ограниченные стандарты «соответствуй или объясняй» Лондонской фондовой биржи, поскольку они выпускают только глобальные депозитарные расписки, все равно могут ставить целью стандарты «соответствия» и отчитываться об успехах в его обеспечении. Можно подумать о целом ряде возможных областей действия. Однако долгая дорога начинается с первого шага, когда предприятие решает, что с экономической точки зрения есть смысл конкурировать на основе качественного корпоративного управления.

5. Заключение

Рим построили не за один день, и связанный с российскими рисками дисконт в короткий срок существенно не снизится. На системном уровне значительное снижение в полном масштабе потребует системных решений. Системные решения относятся к компетенции тех, чьи услуги оплачиваются дороже, чем труд автора и большинства читателей.

Однако, пока такое системное решение не внедрено, наличие дисконта за риск в России и восприятие инвесторами российских рисков открывают большие возможности для тех компаний, которые готовы конкурировать для снижения своего дисконта, демонстрируя, что они относятся к тем немногим «избранным», которые стремятся снизить риски для своего предприятия и искать расположения инвестиционного сообщества, признавая опасения инвесторов и стараясь устранить их причины.

Некоторые предприятия в России, хотя сами считают иначе и даже, может быть, их в этом убеждают, никогда не смогут успешно осуществить IPO, если не примут такой вызов, как вызов управления. Для чего умным бизнесменам оставлять кому-то половину своей рыночной капитализации?

Таковы предлагаемые преимущества качественного корпоративного управления в России. Россия и россияне заслуживают, чтобы мы, профессионалы и все те, кто поддерживают предпринимателей, признали и сформулировали эти предлагаемые преимущества. Настало время начать инвестировать в хорошее корпоративное управление.

И наконец, если мы примем эти меры и создадим в России класс компаний, которые выразят свою приверженность качественному управлению и примут вызов, то мы в разумные сроки получим необходимую массу образцов для подражания, способных как минимум оказать содействие реальным позитивным системным изменениям.