

УДК 658:005(470+571)

DOI: 10.18384/2310-6646-2016-3-60-75

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИИ: ПРОБЛЕМЫ, ПОДХОДЫ, ПРАКТИКА

Кузнецова И.В.

*Московский государственный областной университет
105005, г. Москва, ул. Радио, д. 10 А, Российская Федерация*

Аннотация. Работа посвящена проблемным либо недостаточно развитым областям практики корпоративного управления в РФ. Предметом её рассмотрения, в частности, являются: информационная прозрачность, управление рисками и внутренний аудит, мотивация высшего менеджмента, акционерные соглашения. Необходимость повышения качества корпоративного управления в непубличной компании обсуждается в контексте использования ею инструментов финансового рынка для привлечения ресурсов. При этом обосновывается, что возможное несоответствие целевых ориентиров инвесторов и инсайдеров (управляющих, владельцев) требует ряда дополнительных мер для защиты интересов первых.

Ключевые слова: корпоративное управление, управление рисками и аудит, «золотые парашюты», акционерные соглашения, независимые директора, оппортунистическое поведение.

ON SOME ASPECTS OF CORPORATE MANAGEMENT IN RUSSIA: PROBLEMS, APPROACHES, PRACTICE

I. Kuznetsova

*Moscow State Regional University
10 A, Radio street, Moscow, 105005, Russian Federation*

Abstract. The article is focused on problematic or scarcely developed fields of corporate management practice in Russia, i.e. informational transparency, risk management and internal audit, top-management motivation and shareholders' agreements. The necessity to improve corporate management in a nonpublic company is discussed in the context of company's application of financial market instruments in raising its resources. It is argued that possible target mismatch of investors and insiders (manages, owners) requires some additional measures to secure investors' interests.

Keywords: corporate management, risk management and audit, "golden parachutes", shareholders' agreements, independent directors, opportunistic behavior.

Задача кардинального улучшения качества корпоративного управления в российских компаниях была в прошедшие годы одной из приоритетных в повестке дня бизнес-сообщества и властей (во всяком случае, последние это не-

однократно декларировали). Однако она нисколько не утратила своей остроты и актуальности и в нынешних условиях. Бесспорно, экономический спад, слабая конъюнктура внутреннего финансового рынка – при ограниченном доступе к внешнему – снизили активность российских компаний в сферах публичных заимствований и операций с капиталом (IPO, SPO). В то же время конкуренция между компаниями за финансовые ресурсы и инвесторов, где высокий уровень корпоративного управления придаёт известные преимущества, даже возросла. Для некоторых из них добавился новый мотив следовать "best practice" в выстраивании своей корпоративной культуры – это исправление ухудшившихся отношений с кредиторами.

Помимо влияния на рыночную стоимость компании и её инвестиционную привлекательность как сугубо имиджевого фактора, у проблемы корпоративного управления есть ещё один исключительно важный ракурс. Речь идёт о целом ряде эффектов во взаимоотношениях «акционеры – исполнительный менеджмент», «акционеры – совет директоров (наблюдательный совет) – исполнительный менеджмент», а также отдельных групп акционеров, обусловленном несовпадением их интересов и реальных целевых установок, вытекающих из них. Следует признать, что дискреционное или оппортунистическое поведение управляющих, а также конфликты между владельцами способны проявляться и в непубличных (частных) компаниях. Однако здесь первые, теоретически, могут быть устранены возвратом полномочий управления собственникам, либо сменой коман-

ды управляющих. Вторая проблема на практике обычно получает своё разрешение при выкупе доли в капитале общества одной группой владельцев-антагонистов у другой. В публичной компании, в особенности с сильно распыленной структурой акционеров, процесс смены исполнительного менеджмента и совета может оказаться не слишком простым, не столько в формально-процедурном отношении, сколько в плане нахождения консенсуса между отдельными группами влияния. Оговоримся, что здесь и далее под *публичной компанией* мы понимаем акционерное общество, акции которого свободно торгуются на бирже¹. Безусловно, абсолютное большинство российских публичных компаний соответствуют этому определению по форме, но не по сути: величина free float (доля голосующих акций, находящихся в свободном обращении, в общем их объёме выпущенных обществом) редко превышает 20–25 %, а во многих случаях она значительно меньше.

В целом понятие «корпоративное управление» является разноплановым и включает в себя как аспекты, связанные с правовым регулированием существенных корпоративных процедур, так и экономическую их составляющую, обусловленную стремлением к максимиза-

¹ Используемое нами понятие публичной компании несколько отличается от определения публичного общества, данного в Федеральном законе №208-ФЗ «Об акционерных обществах». Закон к публичным обществам относит те из них, которые вправе производить размещение акций посредством открытой подписки. При этом факт отсутствия акций общества в обращении (и предшествующего их размещения на бирже), согласно 208-ФЗ, не является препятствием для его признания публичным.

ции собственных выгод (необязательно только денежных) различными участниками этих отношений. При этом в институциональной теории «современная корпорация ассоциируется с рядом контрактных отношений...» [13], т.е. проблема улучшения корпоративного управления становится задачей оптимизации этого пучка контрактов. Этим мы ещё раз подчёркиваем, что понятие «корпоративное управление» не стоит сводить лишь к проблеме взаимодействия публичной компании с портфельными или стратегическими инвесторами или воспринимать его только как способ улучшения имиджа, косвенно способствующий росту рыночной капитализации эмитента.

Расширенно трактуя предметную область проблематики корпоративного управления, мы считаем важным учесть следующее: хотя акции непубличных компаний не находятся в свободном обращении, они, равно как и общества с ограниченной ответственностью, вправе осуществлять эмиссию долговых обязательств, торгуемых на бирже и внебиржевом рынке. На практике наибольшее распространение получило размещение ими инструментов Plain Vanilla, т.е. облигаций, еврооблигаций на стандартных условиях. Кроме того, широкому кругу инвесторов могут предлагаться иные механизмы инвестирования в компанию: синдицированные кредиты, ЕСР, субординированные еврооблигации, мезонинные кредиты и пр. Два последних финансовых инструмента представляют собой квазикапитал, так как в отдельных случаях конвертируются в акции (доли участия) и, кроме того, имеют крайне низкий приоритет с точки зрения очередности удовлетво-

рения прав кредиторов.

Таким образом, возникает задача защиты прав и интересов подобного рода инвесторов непубличных, частных компаний. Очевидно, что может сложиться ситуация, при которой цели и ожидания держателей выпущенных компанией долговых обязательств, управляющих (ТОР-менеджмента), а также её владельцев могут серьёзно расходиться или даже стать диаметрально противоположными.

К примеру, ТОР-менеджеры компании заинтересованы в стремительном росте объёмов её бизнеса в силу того, что именно ими определяется ключевой KPI в их бонусном плане или просто из опасения «организационных выводов» владельцев, которые последуют за недостижением целевых показателей. Поэтому менеджмент готов опасным образом наращивать долговую нагрузку компании, в том числе используя привлекаемый левридж для проведения сделок M&A с откровенно слабыми участниками рынка. Одновременно предположим, что владельцы компании имеют высокий «аппетит» к риску на фоне завышенных (усилиями менеджмента) ожиданий относительно окупаемости осуществляемых инвестиций. При этом не вызывает сомнений, что держатели облигаций, уже зафиксировавшие определённую доходность в момент их приобретения (YTM), не имеют желания принимать дополнительный риск. К тому же, резкое ухудшение кредитных метрик компании приводит к снижению цен её облигаций, означающее для инвестора уменьшение справедливой стоимости его вложений и возможность срабатывания margin call (если указанные облигации им были переданы в обеспече-

ние своих обязательств перед третьим лицом). Если события далее будут развиваться по наиболее неблагоприятному сценарию (или же владельцы будут оценивать вероятность его реализации как довольно высокую): проблемы с ликвидностью компании, неудачная реструктуризация долга, дефолт и последующее банкротство, – то менеджмент может начать вывод активов из компании.

Риски держателей облигаций, подобные описанным в приведённом выше примере, т.е. связанные с агрессивной политикой управления ликвидностью и долгом, а также с изменением структуры группы компаний (выражаемом, в частности, в переносе владельцами основных профит-центров за её формальный периметр или в приобретении проблемных активов), до некоторой степени могут быть ограничены различными защитными оговорками (ковенантами), включаемыми в условия облигационного займа. Нарушение ковенант влечёт возникновение у инвесторов права предъявить облигации к выкупу компании по заранее определённой цене. Однако на внутреннем рынке облигаций практика использования ковенант практически отсутствует (кроме ряда случаев, когда они носили сугубо формальный характер). Впрочем, ковенанты, содержащиеся в эмиссионных документах еврооблигаций, не являются панацеей, так как их тестирование, как правило, производится по итогам года, иногда – квартала, т.е. сроков, достаточных для доведения компании до состояния, когда она уже не сможет осуществить досрочный выкуп своих долговых инструментов.

Поэтому выстраивание эффективных корпоративных процедур, спо-

собствующих согласованию интересов менеджмента, владельцев и инвесторов, может оказаться крайне важной задачей и для непубличной компании. Какие ещё выводы в этом контексте с очевидностью демонстрирует рассмотренный пример?

Во-первых, инвесторам необходимо иметь доступ к утверждённой советом директоров стратегии компании, финансовому плану компании, включая бюджет капитальных затрат¹. Во-вторых, им важно представлять основные принципы бонусирования и дивидендной политики (политики распределения прибыли компании). В-третьих, раскрытие отчётности компании должно осуществляться настолько оперативно, насколько это представляется возможным. В-четвёртых, инвесторы должны обладать сведениями о структуре и объёме долга компании с достаточной степенью детализации (механизм обеспечения, ковенанты и пр.).

Нормы российского законодательства, регламентирующие выпуск и обращение облигаций, адресованных широкому кругу инвесторов, предполагают публичное раскрытие лишь части информации подобного рода. Разумеется, перечисленные меры, даже будучи реализованными в максимально возможной степени, полностью не устраняют асимметрию информации между инсайдерами (менеджментом, владельцами) и внешними инвесторами.

Теоретически разрешению возникающих противоречий должен спо-

¹ Речь идёт о конкретных документах, прошедших процедуру одобрения советом директоров, включая детальную финансовую модель, а не краткую презентацию с описанием грядущих свершений менеджмента компании.

собствовать институт независимых директоров, то есть членов совета директоров, не обладающих долей в капитале компании (прямо и опосредованно) и не являющихся её менеджерами в настоящем или в прошлом. Помимо этого, независимые директора не должны выступать по отношению к компании экономически и операционно связанными лицами (контрагентом, конечным владельцем компании-контрагента или значимого конкурента). Однако прямых требований к наличию независимых членов совета директоров к компаниям – эмитентам долговых ценных бумаг законодательство РФ теперь не содержит. Ранее существовавшее в Правилах листинга ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» требование о наличии хотя бы одного независимого члена совета директоров как одном из необходимых условий для включения облигации в котировальный список первого уровня в июне 2014 г. было исключено. Причём это было не самостоятельное решение биржи, а лишь результат приведения ею своих нормативных документов в соответствие изменившейся позиции регулирующего государственного органа, отражённой в Приказе ФСФР [9].

В РФ для целей регулирования различных аспектов корпоративных отношений в 2002 г. был утверждён Кодекс корпоративного поведения, а в 2014 г. Кодекс корпоративного управления [4]. Каждый из них не имеет статуса законодательно-нормативного акта, т.е. соблюдение их требований не является обязательным в силу закона. Более того, среди отечественных экспертов в сфере права нет единой точки зрения на предмет того, в какой мере нормы, зафиксированные в этих кодексах (и пе-

ренесённые во внутренние документы компании), могут служить аргументом для судов при рассмотрении в них различных корпоративных конфликтов.

Мы, со своей стороны, не слишком сомневаемся в том, что формальное следование установлениям Кодекса приводит лишь к внешнему облагораживанию корпоративной культуры компании. В этом плане показательна участь института независимых директоров в его российском прочтении. Прежде всего, следует отметить, что наличие таковых в составе совета директоров компаний – эмитентов бумаг служит, согласно правилам организатора торгов на внутреннем рынке ценных бумаг, одним из необходимых условий включения соответствующих выпусков акций в котировальные списки верхнего уровня (1 и 2 уровней)¹. Другими словами, власти стимулируют внедрение этого важного элемента корпоративного управления в возможно большем числе компаний-эмитентов, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг (ОРЦБ). При этом весьма странно, что на непубличные компании, долговые инструменты которых находятся в свободном обращении, власти эти подходы не распространили² и, по видимому, не планируют этого делать в обозримой перспективе [7].

¹ Правила листинга ЗАО «Фондовая биржа ММВБ». Утверждены Советом директоров ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» 26.08.2015.

² Согласно п. 2.20 Правил листинга ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», наличие независимых директоров не является необходимым условием включения облигации в котировальный список верхнего уровня, в противоположность тому, как это определено для акций в п. 2.18, 2.19. Как уже сказано, соответствующая норма Правил листинга отменена в июне 2014 г.

Если проанализировать информацию о структуре совета директоров, раскрываемую компаниями, акции и / или облигации которых торгуются на ОРЦБ, несложно убедиться в том, что в подавляющем большинстве из них присутствуют несколько независимых директоров. Более того, они составляют свыше половины членов таких комитетов совета директоров, как комитет по аудиту, комитет по вознаграждениям, комитет по назначениям (как разумно рекомендует Кодекс). Имеются многочисленные прецеденты ситуации, когда председателем совета директоров компании является независимый директор (это также пожелание Кодекса). Однако, как показал опыт испытавших дефолт крупных компаний и известных корпоративных конфликтов, независимые директора во многих случаях неформально связаны с ключевыми бенефициарами компании и могут занимать по отношению к ним конформистскую позицию.

Нам представляется целесообразным дополнительно остановиться на следующих проблемных или в недостаточной степени развитых областях корпоративного управления, обозначившихся в российской его практике: информационная транспарентность, управление рисками, внутренний контроль и внутренний аудит, «золотые парашюты», акционерные соглашения.

Требование о должном уровне информационной прозрачности компании для акционеров естественным образом возникло в условиях разделения управления и собственности. Акционеры компании, исключённые из процесса оперативного управления ею и в силу этого лишённые непосред-

ственного доступа к её внутренней информации, должны, тем не менее, обладать возможностью объективно оценить состояние дел в компании и её перспективы. Подобные же вопросы беспокоят и кредиторов компании, а также общество, так как отрицательные экстерналии, выражаемые в издержках, которые понесёт государство при спасении компании от банкротства, в случае его наступления могут быть крайне велики, если она социально значима. Можно согласиться и с мнением о том, что прозрачность корпоративной отчётности – это инструмент снижения репутационных рисков компании в её отношениях с акционерами, в той мере, в которой она поможет избежать у последних избыточных ожиданий и недооценки возможных рисков, проблем [2].

Самыми минимальными критериями транспарентности компании традиционно признаются: 1) частота, глубина и оперативность раскрытия ею своих операционных, финансовых показателей; 2) степень раскрытия информации о подверженности отдельным видам риска, конкурентной позиции, состоянии ключевых для неё рынков; 3) экологическая и социальная отчётность. Мы считаем необходимым дополнить перечисленные критерии ещё одним – (4) наличие у компании одной или нескольких международных рейтинговых оценок агентств «Большой тройки» (**S&P, Fitch, Moody's**). В процессе присвоения кредитного рейтинга, а также в рамках процедур его последующего подтверждения (они, как правило, ежегодные) аналитики агентств получают в своё распоряжение часть внутренней информации компании, доступ к которой у большинства инвесторов (держ-

телей облигаций, миноритарных акционеров) отсутствует. Таким образом, располагая рейтинговым заключением агентства, инвесторы и акционеры могут составить впечатление о принимаемых рисках, качестве менеджмента, а также о том, в какой степени действия управляющих отвечают их интересам. При этом мы не затрагиваем вопроса структуры капитала компании, предполагая, что информация о ней доступна заинтересованным лицам в исчерпывающем объёме.

Безусловно, «пальма первенства» в вопросах прозрачности среди российских компаний принадлежит тем из них, акции которых торгуются на бирже и / или имели опыт привлечения ресурсов на публичном долговом рынке в форме выпуска облигаций, еврооблигаций, ЕСП, а также синдицированных кредитов и пр. В нефинансовом секторе в первую очередь это представители металлургической, телекоммуникационной отраслей, а также компании, ведущие бизнес в сфере продовольственного ритейла.

Однако объём и частота раскрываемой информации сильно варьируют от компании к компании. К примеру, явным лидером в вопросах прозрачности в подотрасли «чёрная металлургия» выглядит ПАО «НЛМК», ежеквартально публикующее консолидированную финансовую отчётность, операционные показатели и вполне регулярно предоставляющее заинтересованным лицам сведения о конъюнктуре на рынках M&M. В то же время консолидированная отчётность группы компаний «Евраз» общедоступна лишь на полугодовой основе. Обе компании имеют международные кредитные рейтинги.

Среди представителей цветной металлургии в лучшую сторону выделяется группа компаний «ГМК Норникель» (большой объём информации для инвесторов на интернет-сайте, консолидированная финансовая отчётность раскрывается раз в полугодие, операционные данные – поквартально). «ГМК Норникель» рейтингуется всеми агентствами «Большой тройки». При этом «Русская медная компания» не размещает в открытом доступе ни своих производственных показателей, ни консолидированной отчётности¹, хотя она выпускала торгуемые на рынке долговые инструменты, один из выпусков которых продолжает обращаться и сейчас (кроме того, судя по некоторым оценкам, она по величине производства меди занимает в РФ 3-е место). У компании нет и никогда не было каких-либо международных рейтинговых оценок.

Обсуждая риск-менеджмент как составную часть процедур корпоративного управления в нефинансовой компании, необходимо определить, что вкладывается в понятие «риск». Нам представляется вполне приемлемой его трактовка в статье О.Б. Иванова и Т.В. Лавровой [5], согласно которой под *риском* понимается потенциально существующая вероятность потери ресурсов или неполучения доходов. Следуя ей, в качестве потенциальных источников риска мы рассматриваем все без исключения направления деятельности и дивизионы компании, а общая величина принимаемого ею риска является их суперпозицией. Подобная логика положена в основу рекомендаций о принципах интегрированного риск-менеджмента COSO ERM [14].

¹ Раскрывается только нерепрезентативная отчётность по РСБУ отдельных компаний.

Ахиллесовой пятой подхода COSO ERM, на наш взгляд, является то, что он базируется на самооценках риска подразделениями (являющимися его источником), а риск-менеджменту отводится роль протокольной констатации их мнений. Не независимый характер такой оценки риска, т.е. её осуществление заинтересованными лицами, ставит под вопрос её достоверность и объективность. Рассуждая в сугубо теоретическом ключе, можно допустить, что включение в процедуры управления рисками компании штрафных санкций к подразделению за предоставленную им недостоверную оценку риска или за сокрытие информации о нём способствовало бы некоторому повышению их ответственности. Однако априори сложно угадать, какую точку на линии trade-off между потенциальными бонусами и штрафами выберет руководитель подразделения.

В этом отношении кажется весьма любопытным известный нам опыт ряда зарубежных банков, который заключается в «бонусировании» информаторов. Другими словами, предусматривается начисление сотруднику дополнительных баллов в системе КРІ за добровольное информирование подразделений банка, осуществляющих мониторинг операционного риска, об имеющихся, по его мнению, уязвимостях и «узких местах» процессов и процедур. Такой поход способствует выявлению возможных рисков до того, как они реализовались, позволяет проинформировать о них менеджмент и совет директоров (в зависимости от значимости) и выработать превентивные меры. Поскольку финансовый сектор в вопросах формирования си-

стемы управления рисками ушёл значительно дальше компаний реального сектора, учёт его опыта представляется явно не лишним.

Мы признаём, что возможность независимой оценки нефинансовых рисков компании ограничена. Оперативную регистрацию риск-инцидентов и выявление уязвимостей процессов разумно осуществлять «на месте событий» и их непосредственными участниками, а не дистанционно, не вовлечёнными и хуже осведомлёнными об их нюансах риск-менеджерами. В то же время независимая централизованная оценка финансовых рисков компании – процентного, валютного, риска ликвидности, кредитного риска контрагентов – вполне возможна.

Бесспорно, к компетенции риск-менеджмента не может быть отнесена оценка бизнес-риска компании, т.е. определение правильности позиционирования её на рынке, выявление отраслевых тенденций и угроз. Однако риск-менеджер отвечает за объединение результатов подобного анализа, проведённого специализированным подразделением, с другими данными о рисках и за формирование отчётности для исполнительного менеджмента и акционеров, содержащей агрегированную характеристику риск-профиля компании в форме карты рисков¹ (или иного его представления, помимо простого ранжирования рисков в системе

¹ В целом мы скептически оцениваем подход к отражению интегральной величины рисков компании посредством так называемой карты рисков, построенной в координатах «вероятность возникновения – существенность влияния», так как он может исказить реальное положение вещей (в частности, он игнорирует конкретный вид функции распределения потерь).

координат «вероятность – материальность»).

Необходимо учитывать, что риск-менеджеры в конечном счёте подчинены исполнительному менеджменту компании, и, следовательно, возможность их дискреционного поведения нельзя считать исключённой. Поэтому заметную роль в вопросах независимой оценки других видов риска, а также перечисленных может сыграть внутренний аудит, подотчётный совету директоров. Так, О.Б. Иванов и Т.В. Лаврова отмечают, что «помимо оценки системы внутреннего контроля<...>, сохранности активов он должен обеспечивать проведение анализа и оценки эффективности системы управления рисками компании и предложить методы их снижения» [1]. При этом авторы [1] справедливо указывают, что анализ рисков и управление ими является задачей менеджмента компании, а не внутреннего аудита.

В зарубежной практике нашли применение не только «золотые парашюты», но и «серебряные парашюты», а также «оловянные парашюты». Если первые представляют собой выплаты, осуществляемые при наступлении определённых условий (зафиксированных в заблаговременно заключённых соглашениях) ТОР-менеджменту, то получателем вторых будут менеджеры среднего уровня. «Оловянные парашюты» предназначены для других категорий работников. Нам ничего не известно о прецедентах реализации подобного компенсационного механизма для сотрудников компаний, относящихся к среднему и низшему звену в РФ. Поэтому мы не видим оснований рассматривать его в рамках данной статьи более детально (хотя

признаём, что возможность внедрения подхода в российскую корпоративную практику заслуживает отдельного изучения).

Как правило, в качестве основания для выплаты «золотого парашюта» рассматриваются: увольнение ТОР-менеджера по любой¹ или по конкретной причине, ликвидация или реорганизация компании [5]. Принято считать, что механизм «золотых парашютов» преследует две цели: создание некоторых гарантий ТОР-менеджерам и защиту компании от недружественного поглощения (если объём потенциальных выплат крайне существенен в сравнении с финансовыми возможностями компании). Мнение о «компенсационном» мотиве нуждается в уточнении. Дело в том, что за рубежом (и в ограниченной степени в РФ) существует практика подписания с увольняемыми ТОР-менеджерами соглашений, содержащих различные ограничения на осуществление ими профессиональной деятельности в дальнейшем (бессрочные либо имеющие конкретные временные рамки). Это могут быть обязательства воздерживаться от создания условий для перевода определённой группы клиентов на обслуживание в другую компанию, запрет на работу в отдельных компаниях или во всех компаниях аналогичной специализации (в сущности, запрет на профессию). В таких случаях «золотой парашют» становится компенсацией ТОР-менеджеру за невозможность получения доходов с использованием своих знаний, навыков и выстроенных коммуникаций на рынке. Что же касается аспекта недружественного M&A, т.е. «защитной

¹ Сокращение штатов, по собственному желанию, по соглашению сторон.

логики», то он нам не представляется актуальным применительно к российской действительности. В странах с развитым фондовым рынком, где термин «публичная компания» соответствует своему подлинному смыслу, недружественному M&A, предшествует скупка акций компании – объекта поглощения или её гибридных инструментов на рынке с целью получения контроля над ней. При распылённой (низко концентрированной) структуре акционеров публичной компании фактический контроль над ней можно приобрести, совсем не обязательно получив доступ к более чем 50 % её акций, но и располагая значительно меньшим пакетом. Поскольку, как было сказано выше, у большинства российских компаний в свободном обращении находятся акции, де-факто в сумме составляющие значительно меньше блокирующего пакета, а ключевой пакет акций (50 %+), прямо или опосредованно контролируется одним лицом или группой лиц (возможно, связанных акционерным соглашением), то тема использования «золотых парашютов» для защиты от недружественного поглощения может обсуждаться лишь в сугубо теоретическом ключе.

На наш взгляд, в российских условиях проблема «золотых парашютов» избыточно обострена, в силу ряда прецедентов крупных выплат подобного плана увольняемым менеджерам госкомпаний, что создало повод для популистских заявлений властей. Насколько можно судить, они прямо не противоречили закону и имели некоторые аналоги в зарубежной практике (впрочем, связанные с недружественными поглощениями). При этом ряд страных сделок госбанков, механизм

отбора контрагентов госкомпаниями, как кажется, должен вызвать не меньший интерес и побуждать изменить что-то в управлении ими.

В действующем Кодексе корпоративного управления установлено, что предельная сумма «золотого парашюта» не может превышать «двукратного размера фиксированной части годового вознаграждения» [4]. Мы оцениваем эту норму двойко. С одной стороны, для компаний, прямо и косвенно подконтрольных государству (субъекту РФ, муниципальному образованию), наличие подобного «потолка» разумно. Однако применительно к компаниям без государственного участия в капитале полезность такого рода ограничения компенсационного механизма для менеджмента спорна. Высокая вероятность реализации сценария M&A с **последующей заменой менеджмента** у последнего может породить искажённую мотивацию, выраженную в стремлении максимизировать личные выгоды «здесь и сейчас» (в том числе через механизм фрода), пренебрегая задачей повышения стоимости компании. Кроме того, отсутствие у ТОП-менеджера значительной компенсации за увольнение способно выработать у него ошибочные стимулы к достижению плановых показателей «любой ценой», так как неисполнение плана вследствие избегания менеджером чрезмерного риска (см. пример выше) может караться увольнением, а «победителей не судят».

В этом контексте представляет большой интерес Инструкция Банка России №154-И, касающаяся системы оплаты труда в кредитных организациях, которая была введена в действие в 2014 г. [3]. В отличие от Кодекса

корпоративного управления этот документ носит юридически обязывающий характер, но только для банков и небанковских кредитных организаций. Вопросы выплат «золотых парашютов» их ТОР-менеджменту, а также особенностей его бонусирования также нашли в Инструкции №154-И своё отражение. В частности, в её п. 2.4 Банком России установлено, что для членов органов управления при расчёте целевых показателей вознаграждений «не менее 40 процентов общего размера вознаграждений составляет нефиксированная часть оплаты труда» [3]. При этом далее указывается, что во внутренних документах банка для этой категории менеджмента необходимо предусмотреть «отсрочку (рассрочку) и последующую корректировку не менее 40 процентов нефиксированной части оплаты труда исходя из сроков получения финансовых результатов их деятельности на срок не менее 3 лет» [3].

Однако, на наш взгляд, исполнение этих требований Банка России можно обеспечить, серьёзно не затрагивая существующую систему оплаты труда ТОР-менеджмента банка, т.е. не уменьшая сложившуюся фиксированную часть его компенсаций и даже не подвергая риску невыплаты переменную часть. Для этого, как нам представляется, систему оплаты труда указанных лиц лишь необходимо «надстроить» таким образом, чтобы текущая фиксированная часть компенсации оказалась равной 40 % некоего гипотетического фонда выплат ТОР-менеджеру, а оставшиеся 60 % интерпретировались бы как переменная часть вознаграждения¹. Если акционерами (владельцами)

¹ Указанная переменная часть при этом раз-

предполагается, что переменная часть вознаграждения, выплата которой ТОР-менеджеру действительно будет осуществляться в краткосрочной перспективе, должна существенно превышать оклад (фиксированную часть), то необходимо соответствующим образом уменьшить его удельный вес в гипотетическом общем фонде выплат.

Проведённый анализ может служить хорошей иллюстрацией того, что попытка директивным путём изменить систему компенсаций управляющих в направлении более тесной её связи с результатами деятельности и, в особенности, с рисками (принятыми и реализовавшимися) едва ли будет иметь осязаемый эффект, если не найдёт реальной поддержки у акционеров (владельцев). Кроме того, следует учесть, что выплата ТОР-менеджеру в случае крайней необходимости может быть произведена от имени холдинговой компании, дочерней или зависимой компании, на которые действие Инструкции 154-И не распространяется.

На первый взгляд, акционерные соглашения регулируют более узкий (в сравнении с обсуждавшимся выше) класс отношений, так как формально его сторонами выступают лишь различные группы акционеров. В действительности возможное их влияние на модель корпоративного управления компании не стоит недооценивать. Корпоративное право РФ с недавних пор предусматривает подобную конструкцию (статья 31.2 бывается на два компонента: 36 % и 24 % – существующая переменная часть (практически равная окладу) и часть, подлежащая отсрочке, которая может никогда не выплачиваться де-факто (при соответствующей настройке критериев).

Федерального закона №208-ФЗ «Об Акционерных обществах»), и, будучи введённой с рядом ограничений, она, возможно, имела бы некую пользу. Однако мы считаем заслуживающей внимание точку зрения [11] о том, что возникает риск «вывода корпоративного управления за пределы корпораций». Как отмечает автор [11], даже защита интересов сторонних инвесторов при этом «становится целиком зависимой от усмотрения не только учредителей (участников) корпорации, но и различных третьих лиц, принимающих участие в формировании условий конкретного корпоративного соглашения».

Акционерные соглашения являются частным случаем более общей юридической категории – корпоративных договоров, определённых в ст. 67.2 ГК РФ. Однако в законодательстве РФ норма об акционерных соглашениях была закреплена четырьмя годами ранее появления понятия корпоративного договора. С правовой точки зрения последние представляют собой пример добровольного договорного самоограничения правоспособности субъектов [6]. Что же является побудительным мотивом такого самоограничения сознательных экономических агентов?

Если рассматривать исторические корни практики акционерных соглашений в развитых странах (откуда, собственно, этот подход и был заимствован), то одним из основных аргументов в пользу их составления выступала защита компании от рейдерства. Другими словами, акционерное соглашение заключалось в целях снижения риска недружественного поглощения компании, при котором компания-агрессор вступала в сговор с частью

акционеров компании (или просто выкупала у них акции).

Безусловно, фактор рейдерства – далеко не единственная причина для заключения акционерных соглашений. Они могут иметь смысл даже в случае полного отсутствия у компании «внешних врагов». К примеру, мы разделяем мнение [12] о том, что акционерные соглашения важны в венчурных компаниях – во-первых, в целях дополнительной защиты прав отдельных категорий венчурных инвесторов, во-вторых, как способ регламентации порядка продажи акционерами принадлежащих им акций, что играет особую роль для тех венчурных компаний, которые приобретают публичный статус, т.е. впервые размещают свои акции на бирже. Однако, блокирующие контракты, то есть закреплённые в акционерном соглашении обязательства по неотчуждению акций, применяют не только венчурные инвесторы. В докладе [8] авторы справедливо указывают на то, что период, наступающий после публичного размещения компанией своих акций, в течение которого инсайдеры ограничены в возможностях их продажи (в целях снижения риска обвала котировок), за рубежом вводится не на законодательном уровне, а в качестве определённых контрактных обязательств.

В работе Т.А. Радченко выделяются «четыре возможных комбинации устава и акционерного соглашения как структурных альтернатив организации фирмы» [10]. В частности, акционерные соглашения могут уточнять и детализировать устав общества; могут заключаться «по поводу вопросов, не рассмотренных в уставе общества» [10]. Кроме того, автор рассматривает ещё два варианта. Оно «может использоваться

вместо устава», либо в обществе устав и акционерное соглашение могут сосуществовать, но «только последнее является функционирующим документом» [10].

Описанная выше классификация, на наш взгляд, носит скорее теоретический характер. С точки зрения российского законодательства третий вариант нереализуем, поскольку ст. 52 ГК РФ содержит прямое требование о наличии у юридического лица устава (коме товариществ). При этом в ст. 11 Федерального закона «Об акционерных обществах» определён перечень вопросов, которые должны найти своё отражение в уставе (как императивная норма). Относительно первых двух возможностей необходимо учитывать следующее. Во-первых, попытка «уточнить (разъяснить)» положения устава общества не должна затрагивать полномочия его органов (общего собрания акционеров, совета директоров), составляющие их исключительную компетенцию в силу закона и вообще вступать в противоречие с положениями 208-ФЗ. Во-вторых, Федеральный закон «Об акционерных обществах», бесспорно, содержит ряд диспозитивных норм, но, на наш взгляд, приемлемый для общества подход к их конкретизации и детализации должен быть отражён в уставе и / или положениях о совете директоров / исполнительных органах общества, а не в акционерном соглашении.

Насколько такой элемент модели корпоративного управления, как акционерное соглашение, успел приобрести какую-либо практическую значимость в рамках сложившейся в РФ институциональной среды?

На наш взгляд, пока нет убедительных признаков того, что он нашёл широкое применение в отечественной

корпоративной практике и оказывает на неё серьёзное влияние. Косвенно на это указывает относительно небольшое число разбирательств в арбитражных судах, которые бы затрагивали вопросы акционерных соглашений. Несмотря на то, что эта правовая конструкция в РФ существует уже шесть лет, количество решений арбитражных судов, предметом которых были бы права и обязанности сторон, вытекающие из акционерных соглашений, исчисляется несколькими десятками, в то время как результатов рассмотрения судами корпоративных споров за этот период насчитывается на порядок больше (если судить по сведениям из базы данных ресурса «Консультант Плюс»).

Мы находим такое положение вещей объективным следствием специфической структуры собственности подавляющего большинства российских компаний, акции которых обращаются на ОРЦБ. Ранее уже отмечалось, что свыше 50 % капитала (часто 75–90 %) многих российских публичных обществ прямо или опосредованно контролируются одним лицом. Можно условно сказать, что в таких случаях некому и не о чем договариваться в рамках акционерных соглашений. По существу, всё будет определяться волей конечного владельца контрольного пакета акций. При этом сложно себе вообразить, чтобы рейдерская атака на публичную компанию, конечным бенефициаром 75 % акций которой было одно лицо, сможет достигнуть цели (если она проводится без участия правоохранительных органов).

Кроме того, механизм владения большинством таких компаний предполагает использование различных холдинговых организаций, трастов,

зарегистрированных в зарубежных юрисдикциях. Вполне возможно, что некоторые соглашения между основными их конечными бенефициарами заключаются, но, очевидно, не по российскому праву. Если будет иметь место процесс перерегистрации крупных публичных компаний в РФ, то станет расширяться и правоприменительная практика, связанная с акционерными соглашениями (корпоративными договорами).

Выше мы обошли вниманием целый ряд аспектов корпоративного управления, которые представляются значимыми экспертному сообществу и профильному регулятору, т.е. Банку России. В их числе вопросы ответственности акционеров и членов совета директоров, квазиказначейские акции, ограничение компетенций общего собрания акционеров [8]. Рамки настоящей работы не позволяют рассмотреть их с приемлемой степенью подробности.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Иванов О.Б., Лаврова Т.В. Роль внутреннего аудита в обеспечении эффективного функционирования системы управления рисками компании // *Аудиторские ведомости*. 2014. № 10. С. 61–72.
2. Изнова Т.С. Направления повышения прозрачности корпоративной отчетности в целях управления репутационным риском в отношениях со стейкхолдерами компании // *Аудитор*. 2014. № 7. С. 50–58.
3. Инструкция Банка России от 17.06.14 №154-И «О порядке оценки системы оплаты труда в кредитной организации и порядке направления в кредитную организацию предписания об устранении нарушения в ее системе оплаты труда» [Электронный ресурс] // *Гарант.ру* (информационно-правовой портал). URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70612878/> (дата обращения: 15.06.2016).
4. Кодекс корпоративного управления. Письмо Банка России от 10.04.14. № 06-52/2463 [Электронный ресурс] // *Гарант* (информационно-правовой портал). URL: <http://base.garant.ru/70640276/> (дата обращения: 15.06.2016).
5. Коноваленко С.А. «Золотой парашют»: оценка и учёт в соответствии с требованиями Международных стандартов финансовой отчетности // *Международный бухгалтерский учёт*. 2014. № 23 (317). С. 9–14.
6. Мыскин А.В. Два очерка из области цивилистики. М.: Статут, 2015. 72 с.
7. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации в 2016-2018 гг. Банк России. Проект от 19.02.16 [Электронный ресурс] // Центральный банк Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf (дата обращения: 15.06.2016).
8. О совершенствовании корпоративного управления в публичных акционерных обществах. Банк России. Доклад для общественных консультаций. М. Декабрь 2015 [Электронный ресурс] // Центральный банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 15.06.2016).
9. Приказ ФСФР России от 30.07.2013 N 13-62/пз-н “О Порядке допуска ценных бумаг к организованным торгам” (Зарегистрировано в Минюсте России 30.08.2013 N 29801) [Электронный ресурс] // *Консультант Плюс* (информационно-правовой портал). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_151590/ (дата обращения: 15.06.2016).
10. Радченко Т.А. Акционерные соглашения в институциональной структуре фирмы: автореф. дис. ... канд. эконом. наук. М., 2010. 27 с.
11. Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. М.: Статут. 2014. 456 с.

12. Шаститко А., Радченко Т. Механизмы корпоративного управления: место акционерных соглашений // Вопросы экономики. 2008. № 10. С. 49-61.
13. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Пер. с англ. М.Я. Каждана. М.: Дело, 2001. 408 с.
14. Committee of Sponsoring Organizations. Enterprise Risk Management – Integrated Framework [Электронный ресурс] // COSO, 2004. URL: http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf (дата обращения: 15.06.2016).

REFERENCES:

1. Ivanov O.B., Lavrova T.V. Rol' vnutrennego audita v obespechenii effektivnogo funktsionirovaniya sistemy upravleniya riskami kompanii [The role of internal audit in ensuring effective functioning of company's risk management system] // Auditorskie vedomosti. 2014. No 10. Pp. 61–72.
2. Iznova T.S. Napravleniya povysheniya prozrachnosti korporativnoi otchetnosti v tselyakh upravleniya reputatsionnym riskom v otnosheniyakh so steikholderami kompanii [Ways of increasing the transparency of corporate reporting in order to manage reputation risk in relations with stakeholders of the company] // Auditor. 2014. No 7. Pp. 50–58.
3. Instruktsiya Banka Rossii ot 17.06.14 №154-I «O poryadke otsenki sistemy oplaty truda v kreditnoi organizatsii i poryadke napravleniya v kreditnyuyu organizatsiyu predpisaniya ob ustraneni narusheniya v ee sisteme oplaty truda» [Elektronnyi resurs] [The instruction of the Bank of Russia dated 17.06.14 No 154-I "On the procedure of evaluation of the remuneration system in credit organization and the procedure of sending credit institution an order to eliminate violations in its wage system" [Electronic resource]] // Garant.ru (informatsionno-pravovoi portal) [Garant.ru (legal information portal)]. URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70612878/> (request date 15.06.2016).
4. Kodeks korporativnogo upravleniya. Pis'mo Banka Rossii ot 10.04.14. № 06-52/2463 [Elektronnyi resurs] [The Code of Corporate Governance. Letter from the Bank of Russia dated 10.04.14. No 06-52/2463 [Electronic resource]] // Garant (informatsionno-pravovoi portal) [Guarantor (legal information portal)]. URL: <http://base.garant.ru/70640276/> (request date 15.06.2016).
5. Konovalenko S.A. «Zolotoi parashyut»: otsenka i uchet v sootvetstvi s trebovaniyami Mezhdunarodnykh standartov finansovoi otchetnosti [“Golden parachute”: assessment and records in accordance with the requirements of international financial reporting standards] // Mezhdunarodnyi bukhgalterskii uchet. 2014. No 23 (317). Pp. 9–14.
6. Myskin A.V. Dva ocherka iz oblasti tsivilistiki [Two Civil Law Essays]. M., Statut, 2015. 72 p.
7. Osnovnye napravleniya razvitiya finansovogo rynka Rossiiskoi Federatsii v 2016-2018 gg. Bank Rossi. Proekt ot 19.02.16 [Elektronnyi resurs] [The main directions of Russian financial market development in 2016-2018, the Bank of Russia. Project from 19.02.16 [Electronic resource]] // Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii [The Central Bank of the Russian Federation]. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf (request date 15.06.2016).
8. O sovershenstvovanii korporativnogo upravleniya v publichnykh aktsionerных obshchestvakh. Bank Rossii. Doklad dlya obshchestvennykh konsul'tatsii. M. Dekabr' 2015 [Elektronnyi resurs] [On improving corporate governance in public joint stock companies. The Bank of Russia. A report for public consultation. December 2015 [Electronic resource]] // Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii. [The Central Bank of the Russian Federation.]. URL: <http://www.cbr.ru> (request date 15.06.2016).
9. Prikaz FSFR Rossii ot 30.07.2013 N 13-62/pz-n "O Poryadke dopuska tsennykh bumag k organizovannym torgam" (Zaregistrovano v Minyuste Rossii 30.08.2013 N 29801)

- [Elektronnyi resurs] [Order of the FFMS of Russia dated 30.07.2013 N 13-62/pz-n "On Procedure of securities admission to organized trading" (Registered in Ministry of justice 30.08.2013 N 29801) [Electronic resource]] // Konsul'tant Plyus (informatsionno-pravovoi portal). [Consultant Plus (legal information portal)]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_151590/ (request date 15.06.2016).
10. Radchenko T.A. Aktsionernye soglasheniya v institutsional'noi strukture firmy: avtoref. dis. ... kand. ekonom. nauk [Joint agreement in the institutional structure of the company: a summary of the PhD in Economics thesis]. M., 2010. 27 p.
 11. Sukhanov E.A. Sravnitel'noe korporativnoe pravo [Comparative Corporate Law]. M., Statut, 2014. 456 p.
 12. Shastitko A., Radchenko T. Mekhanizmy korporativnogo upravleniya: mesto aktsionernykh soglashenii [Mechanisms of corporate governance: the status of shareholders' agreements] // Voprosy ekonomiki. 2008. No 10. Pp. 49–61.
 13. Eggertsson T. Ekonomicheskoe povedenie i instituty / Per. s angl. M.Ya. Kazhdana [Economic Behavior and Institutions / translated from English by M. Ya. Kazhdan]. M., Delo, 2001. 408 p.
 14. Committee of Sponsoring Organizations. Enterprise Risk Management – Integrated Framework [Electronic resource] // COSO, 2004. URL: http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf (request date 15.06.2016).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Кузнецова Ирина Васильевна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры менеджмента и государственного управления экономического факультета Института экономики, управления и права Московского государственного областного университета;
e-mail: orangecity48@gmail.com

INFORMATION ABOUT THE AUTHOR

Irina Kuznetsova – PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of Management and Public Administration Department of Moscow State Regional University;
e-mail: orangecity48@gmail.com

БИБЛИОГРАФИЧЕСКАЯ ССЫЛКА

Кузнецова И.В. Корпоративное управление в России: проблемы, подходы, практика // Вестник Московского государственного областного университета. Серия: Экономика. 2016. № 3. С. 60–75.
DOI: 10.18384/2310-6646-2016-3-60-75

BIBLIOGRAPHIC REFERENCE

Kuznetsova I. V. Corporate Management in Russia: Problems, Approaches, Practice // Bulletin of Moscow State Regional University. Series: Economics. 2016. № 3. P. 60–75.
DOI: 10.18384/2310-6646-2016-3-60-75