



Имплементация Кодекса корпоративного управления в России

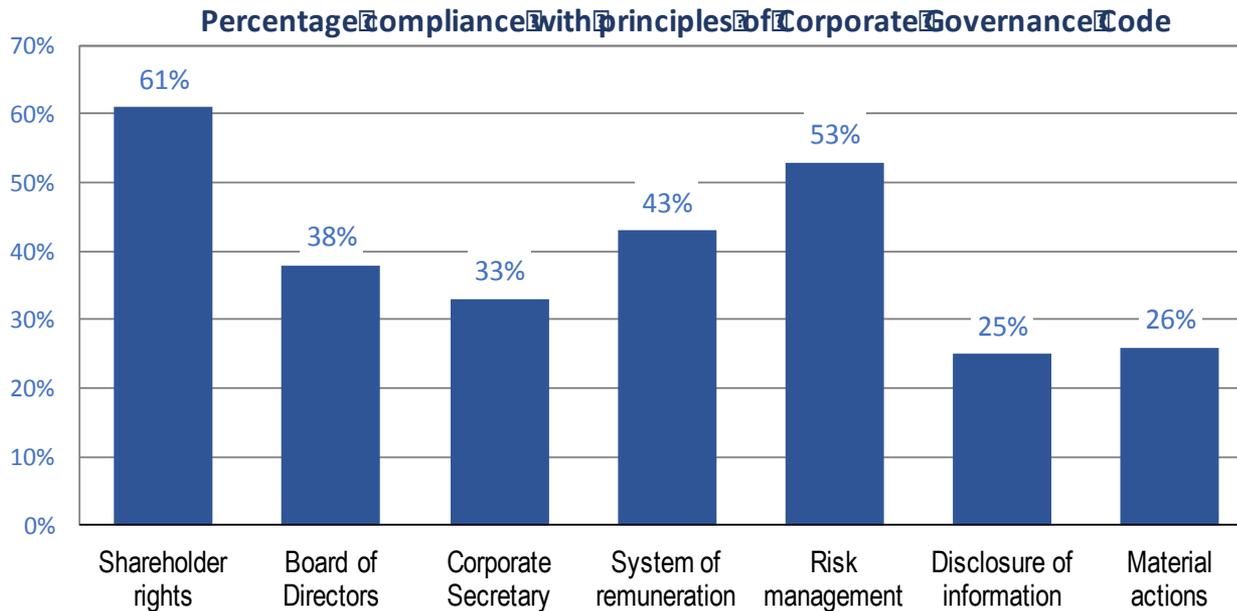
Алекс Уильямс

Независимый член Совета директоров ПАО «Энел Россия»,
ПАО ДИКСИ и ПАО КТК

15 ноября 2017 г., Москва

Круглый стол ОЭСР – Россия по корпоративному управлению

Соблюдение принципов Кодекса (по данным 2016 г.)



Источник: Обзор Банка России «О практике корпоративного управления в российских публичных обществах», 2016 г.

- Если Кодекс корпоративного управления настолько эффективен, то почему уровень соблюдения его принципов является относительно низким? И каковы тенденции в изменении этого уровня?

Содержание

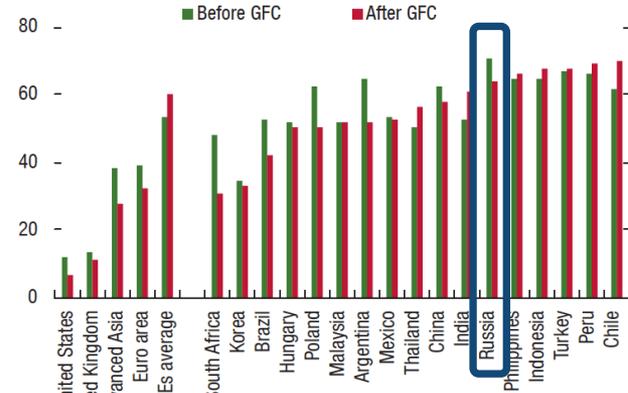
- Роль различных участников в имплементации Кодекса корпоративного управления
 1. Роль мажоритарного акционера
 2. Роль совета директоров
 3. Роль менеджмента
 4. Роль институциональных инвесторов
 5. Роль регулятора
- Комментарии и предложения для лиц, принимающих решения

Владение акционерным капиталом в России

- Около 70% акций российских компаний находится в руках ограниченного числа лиц, означая, что основное разногласие существует между мажоритарными и миноритарными акционерами
- На западных рынках наиболее распространенным источником проблем является разногласие между фондом и правлением (агентская проблема)

Источник: отчет МВФ о финансовой стабильности, октябрь 2016 г., глава 3. Корпоративное управление, защита инвесторов и финансовая стабильность на развивающихся рынках.

2. Closely Held Shares
(Percent of outstanding shares; market value weighted averages)



Sources: Organisation for Economic Co-operation and Development, Corporate Governance Factbook (2015; panel 1); Thomson Reuters Datastream (panel 2); and IMF staff calculations.

Note: Shares of market capitalization of country groups with different ownership structures are shown in panel 1. Economies included in the dispersed ownership category are Australia, the United Kingdom, and the United States. Economies included in the mixed ownership category are Canada, Germany, Japan, the Netherlands, and Switzerland. Other economies included in the concentrated ownership category are selected major emerging market economies. Closely held shares = shares held by insiders (for example, officers, directors and their immediate families, individuals with more than 5 percent of the outstanding shares) or held by other companies, except those held in a fiduciary capacity; EMEs = emerging market economies; GFC = global financial crisis.

1. Роль мажоритарного акционера

- Особенность России заключается в том, что большинство котируемых компаний имеют одного основного акционера
- Соответственно, отношение к корпоративному управлению определяется точкой зрения одного или двух лиц, являющихся сотрудниками мажоритарного акционера

Точка зрения миноритарных акционеров на корпоративное управление (частично разделяемая Биржей и регулирующим органом)

- Ведет к созданию доверия к фондовому рынку
- Защищает имущественные права
- Устраняет риск для компаний путем принятия более взвешенных решений

Точка зрения некоторых мажоритарных акционеров на корпоративное управление

- Является проблемой для руководства и затрудняет принятие решений
- Создает большой объем документации, не принося ощутимой пользы
- Ограничивает оплату услуг, оказываемых мажоритарным акционером дочерним компаниям

- Вышеуказанные точки зрения являются несовместимыми



1. Основные факты для мажоритарных акционеров

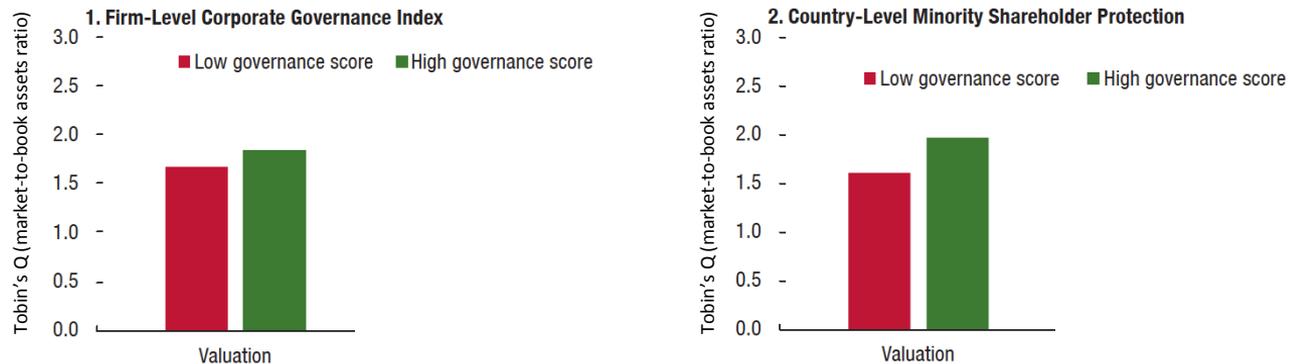
- Многие мажоритарные акционеры осознали преимущества эффективного корпоративного управления, включая:
 - Связь между эффективным корпоративным управлением и более высокой капитализацией
 - Снижение риска и принятие более взвешенных решений в результате более разнообразного состава совета директоров
- Мажоритарным акционерам, не осознающим преимущества этих идей, необходимо помнить о следующем:
 - Несоответствие корпоративного управления ожиданиям институциональных инвесторов может привести к занижению капитализации
- Попытки убедить мажоритарных акционеров и руководство компании в этих простых фактах могут оказаться болезненным процессом

1. Преимущества эффективного корпоративного управления

- Был проведен ряд исследований, количественно определяющих результаты эффективного корпоративного управления. В недавней публикации Международного валютного фонда приведено убедительное доказательство того, что эффективное корпоративное управление повышает капитализацию, а усиление защиты прав миноритарных акционеров приводит к повышению капитализации на уровне страны.

Figure 3.7. Corporate Governance and Firm-Level Valuation
(Ratio; average)

Firms with stronger corporate governance frameworks tend to have higher valuations.



Source: IMF Financial Stability Report, October 2016, Chapter 3. Corporate Governance, Investor Protection, and financial stability in emerging markets.

1. Цели мажоритарных акционеров могут преобладать над целями повышения рыночной капитализации

- Представляется, что цель повышения капитализации при ответственной социальной политике является бесспорной. Тем не менее, существует ряд обстоятельств, при которых необходимость повышения рыночной капитализации становится второстепенной по сравнению с другими целями:

Цели на уровне группы

Цели мажоритарного акционера (часто – потребность в ликвидности) создают приоритеты, противоречащие целям самостоятельной котируемой компании

Гонорар за управленческие услуги, выплачиваемый мажоритарному акционеру

Мажоритарный акционер решает, что он имеет право на получение оплаты за управленческие услуги в дополнение к дивидендам

Задачи государственной политики

Государственные предприятия могут стремиться к выполнению целей и задач, поставленных государством

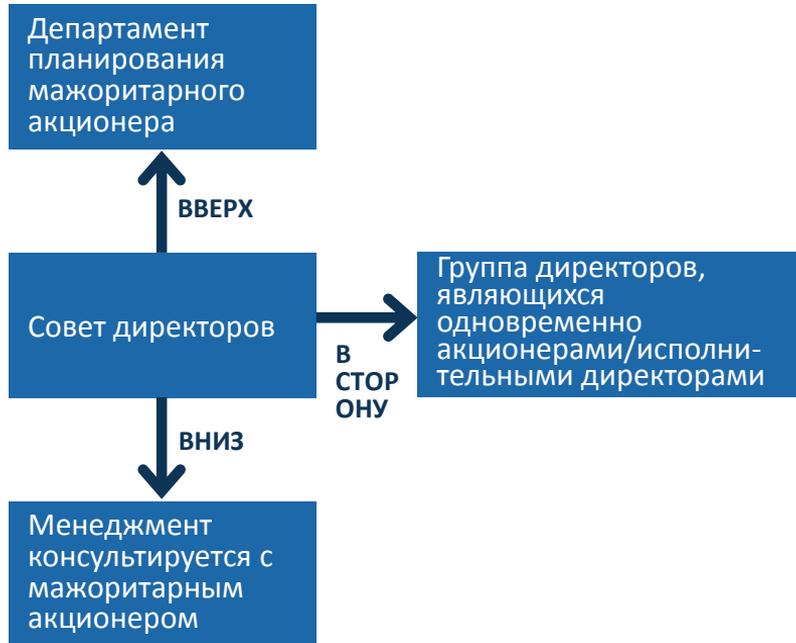
«Усталость» от корпоративного управления

После определенного периода времени собственники и менеджмент «устают» от требований по корпоративному управлению

- Во всех этих случаях действия мажоритарного акционера нарушают интересы миноритарного акционера (и других заинтересованных сторон) и **должны** привести к конфликту



1. Мажоритарный акционер влияет на процесс принятия решений



- В соответствии с российским корпоративным правом и Кодексом корпоративного управления советам директоров предоставляются обширные полномочия для выполнения их обязанностей как представителей акционеров
- Тем не менее, на практике процесс принятия решений может смещаться вверх, вниз или в сторону (в соответствии с приведенной схемой). Независимый директор может столкнуться с трудностями, пытаясь добиться, чтобы совет директоров выполнял предназначенную функцию
- Если независимому директору не удастся добиться вышеуказанного, это означает, что совет директоров исполняет чисто формальную функцию

2. Роль совета директоров – фактическое голосование

- Ниже приведена обобщенная история голосования в одной компании:

Вопрос	Кодекс корпоративного управления	Влияние на принятие решений директорами	Голоса против
Выплата гонорара за управленческие услуги материнской компании	1.2.4	Проигнорирована	3
Назначение заместителя генерального директора на должность Председателя совета директоров	2.5	Проигнорировано	1
Назначение независимого секретаря	3.1	Проигнорировано	1
Утверждение схемы вознаграждения генерального директора без связи с котировкой акций	4.3.2	Проигнорировано	1
Исключение сделок с заинтересованностью из перечня требований к проведению тендера	1.2.4	Проигнорировано	1

- В этих примерах совет директоров не руководствовался Кодексом, который так тщательно подготовили ОЭСР, Банк России, Московская биржа и другие участники рынка

2. Роль совета директоров

- Почему некоторые директора, не работающие на мажоритарного акционера, голосуют не в соответствии с Кодексом?
- Возможные объяснения;
 1. Непонимание того факта, что неэффективное корпоративное управление создает ситуацию, где один акционер получает выгоду за счет другого акционера («zero sum game», игра с антагонистическими интересами)
 2. Нехватка времени на проверку анализа, подготовленного менеджментом
 3. Нежелание выступить против группового мышления
 4. Риск высоких расходов, связанных с судебными исками, в случае возбуждения судебного иска мажоритарным акционером против независимого директора
 5. Зависимость от мажоритарного акционера при назначении.
- В конечном итоге: совет директоров, доминируемый мажоритарным акционером, даже если он включает одного или двух независимых членов, скорее всего, будет действовать в соответствии с желаниями мажоритарного акционера, а не в соответствии с Кодексом.

3. Роль исполнительного руководства

- Топ-менеджеры часто связаны с мажоритарным акционером, и развитие карьеры в рамках работы на мажоритарного акционера может оказаться более важным, чем фидуциарные обязанности по отношению к неоднородной группе акционеров
- Правление представляет основную проблему, даже при наличии независимого совета директоров. Необходимо принимать гораздо больше мер по привлечению исполнительных директоров к ответственности при нарушении их фидуциарных обязанностей. Конкретные проблемы связаны с:
 - недостоверным и предвзятым «анализом», проводимым для поддержки односторонних решений мажоритарных акционеров;
 - отказом в предоставлении информации со ссылкой на необходимость проведения дополнительной работы для получения информации (которая в любом случае уже существует);
 - препятствованием введению усовершенствований в корпоративное управление.
- Законодательство предполагает наличие механизмов, препятствующих заключению сделок с заинтересованностью, - однако механизмы, препятствующие назначению исполнительных руководителей, которые являются сотрудниками мажоритарного акционера (или связаны с ним каким-либо иным образом), отсутствуют.



4. Роль институциональных инвесторов в России

- Среди инвестиционных фондов в России не так много так называемых «активистов» - хотя «активисты», как правило, получают негативные отзывы, они являются критически важными в экосистеме корпоративного управления.
- Как независимый директор я предложил бы институциональным инвесторам:
 - использовать в полном объеме право назначения, позволяющее акционерам, владеющим 2% акций, выдвигать кандидатов в совет директоров (API может оказать помощь в этом процессе, api-russia.org);
 - уделять большое внимание гонорарам, выплачиваемым независимым директорам, поскольку снижение этих гонораров (до нуля) используется как инструмент для того, чтобы исключить независимого директора;
 - предложить определенную поддержку (гарантию) в том случае, если мажоритарный акционер рассматривает иск против независимого директора.

Схема корпоративного управления

Участник

Мажоритарный акционер принимает решение о необычной сделке с заинтересованностью



Влияние Кодекса корпоративного управления

Не обращает внимания

Совет директоров, состоящий из лиц, назначаемых мажоритарными акционерами, плюс одного или двух независимых лиц



Возможно, слегка изменит некоторые условия сделки с заинтересованностью, однако не окажет существенного противодействия

Исполнительное руководство (связанное с мажоритарным акционером)



Выполнит решение совета директоров

Миноритарные акционеры



Одному или двум «активистам» придется потратить много времени и средств на то, чтобы противостоять плохому корпоративному управлению

Регулирующий орган



Последний «рубеж обороны» – надежда на то, что ЦБР применит некоторые аспекты закона «О банковской деятельности» в корпоративном секторе



5. Санкции за неэффективное управление

- Плохое корпоративное управление может привести к получению конкретных краткосрочных преимуществ (доступ к денежным средствам), в то время как его негативные последствия могут быть неопределенными и долгосрочными (заниженная капитализация).
- Западная практика основана на диалоге между фондом и эмитентом, однако этот механизм применим только для больших фондов и эмитентов. Такое взаимоотношение сложно для средних (1 млрд. долларов США) фондов и эмитентов.
- Личная ответственность директоров, продемонстрированная в решении по ТК-2, является важным инструментом, и было бы полезно применять этот инструмент на уровне исполнительного руководства.
- Бирже и регулирующим органам сложно применить штрафные санкции к компании, поскольку наряду с нарушителями наказываются и жертвы (миноритарные акционеры). Было бы полезно использовать значительно более крупные штрафы (а не понижение котировки) и сосредоточиться на:
 - исполнительном руководстве;
 - мажоритарном акционере (Гражданский кодекс предусматривает ответственность материнской компании).
- Подход ЦБР, заключающийся в принятии серьезных мер против директоров /менеджеров-нарушителей в банковском секторе может быть применен и в корпоративном секторе.

Некоторые наблюдения для Банка России и Московской Биржи

1. Нереалистично ожидать, что независимые директора, назначаемые мажоритарными акционерами, будут истинно независимыми
2. Директора должны подписать определенный документ, подтверждающий, что они прочитали Кодекс и осознают свою юридическую ответственность, а у ЦБР должен быть некий механизм, выявляющий директоров, которые регулярно голосуют против рекомендаций Кодекса
3. Необходимо, чтобы группа людей, которым не разрешается принимать участие в голосовании о сделках с мажоритарным акционером, была расширена, и включала не только исполнительных руководителей соответствующей стороны, но и всех сотрудников мажоритарного акционера, которые одновременно являются членами совета директоров
4. Информация о результатах голосования совета директоров должна раскрываться должным образом. Не должно допускаться наличие таких пунктов, как «прочие вопросы», раскрытие результатов голосования должно быть обязательным, а результаты голосования независимых директоров указываться отдельно
5. Участие генерального директора в назначении независимых консультантов может использоваться (и было использовано) для фактического блокирования такого доступа к консультациям.



Выводы

- Корпоративное управление является частью более широкой социальной дискуссии о морали и предотвращении преобладания интересов меньшинства над интересами большинства. Соответственно, в каждой стране существует различное соотношение между добровольными кодексами и нормативно-правовым регулированием
- В этом отношении «мягкий подход», используемый на Западе, представляется неэффективным для России, и многие лица, практикующие «плохое» корпоративное управление, не будут обращать внимания на Кодекс
- Подход ЦБР в рамках банковского законодательства заключается в выявлении и устранении отдельных директоров и менеджеров, не соблюдающих принципы. Это представляется гораздо более целесообразным, чем введение огромного количества законодательных актов для всех компаний для того, чтобы добиться «хорошего поведения». Хотя банковский сектор является специфическим, было бы полезно применить некоторые из этих концепций к более широкому корпоративному сектору
- Необходимо установить механизмы действенного наказания, применяемого к отдельным лицам (директорам и исполнительному руководству), которые регулярно нарушают права миноритарных акционеров / действия которых ущемляют интересы миноритарных акционеров и других заинтересованных сторон.



Taiga Capital Limited
Company number 8596961
Bay Lodge
36, Harefield Road
Uxbridge
Middlesex

awilliams@taiga-am.com

+44 7704 296 332

<https://www.linkedin.com/in/aleksandr-williams-75a69011b/>