



УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

АРСАГЕРА

КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ЧЛЕНА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ



В книге подробно рассматриваются наиболее важные вопросы корпоративного управления акционерным обществом, раскрывается смысл действий, влияющих на эффективность компании и доходы акционеров.

Материал подготовлен на базе закона «Об акционерных обществах». Данная книга окажет неоценимую помощь членам советов директоров, а также мажоритарным акционерам компаний, топ-менеджерам, сотрудникам подразделений по связям с инвесторами и государственным служащим, ответственным за управление пакетами акций компаний с государственным участием.

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Модель управления акционерным капиталом (МУАК) в акционерном обществе	7
Глава 2. Обращение акций акционерного общества	29
Глава 3. Особенности разделения компетенций между органами управления обществом. Роль совета директоров в управлении акционерным обществом	34
Глава 4. Случаи корпоративных реорганизаций и принудительный выкуп миноритарных долей	42
Глава 5. Права акционеров	49
Глава 6. Казначейские и квазиказначейские акции	62
Глава 7. Основные принципы раскрытия информации о деятельности общества	67
Глава 8. Предотвращение вывода прибыли и активов из общества	84
Глава 9. Вознаграждение членов совета директоров и исполнительных органов акционерного общества	98
Глава 10. Система внутренних документов акционерного общества	107

Управляющая компания «Арсатера» выражает благодарность Артему Абалову и Василию Соловьеву, чьи энергия, знания и практический опыт помогли увидеть свет первому в нашей стране Кодексу профессионального члена совета директоров.



Кодекс профессионального члена совета директоров

Введение

С развитием российского фондового рынка приходит осознание важности корпоративного управления как мощного средства повышения эффективности работы акционерных обществ и роста их инвестиционной привлекательности. Появляются документы (проекты кодексов), в которых предпринимается попытка свести воедино основные правила, применяемые при управлении акционерным обществом.

К сожалению, имеющиеся варианты кодексов корпоративного управления носят во многом декларативный характер, уделяя большую часть внимания описанию формальной стороны корпоративного управления. Вместе с тем, остается нераскрытым физический смысл корпоративных действий, способных напрямую влиять на критерии эффективности работы компаний, и, как следствие, на доходы акционеров. Таким образом, в акционерном обществе, где придерживаются формальных требований, введенных «декларативными» кодексами, все равно продолжают нарушаться права акционеров, что негативно сказывается на их доходах.

Авторам данного Кодекса была поставлена задача закрыть данный пробел в части наиболее существенных корпоративных действий, а также показать взаимосвязь между принимаемыми решениями органами управления обществом и доходами его акционеров.

При этом центральным моментом Кодекса является определение и четкая систематизация действий в рамках модели управления акционерным капиталом (МУАК). То, как акционерное общество распоряжается заработанными средствами, оказывает значительные краткосрочный и долгосрочный эффекты на доходы акционеров. Статистика фондовых рынков развитых стран (размер средств, направляемых на выкупы собственных акций и дивиденды) показывает, что публичные компании активно используют МУАК. Они не отдают на откуп инвесторам систему ценообразования собственных акций и активно управляют собственной капитализацией, используя обратные выкупы, а также повышают привлекательность бизнеса, выплачивая дивиденды. При этом объемы средств, направляемых на проведение обратных выкупов, зачастую больше, чем объемы дивидендных выплат.

Понимание инвесторами того факта, что в случае, если динамика цен акций не отразит достижений в виде прибыли, компания обязательно предпримет действия, направленные на выкуп собственных акций, и, как следствие, вызовет соответствующую курсовую динамику, приводит к тому, что инвесторы не боятся покупать акции и задавать курсовой рост, исходя из той части прибыли, которая остается в компании после выплаты дивидендов. В результате от компании формируется четкая обратная связь для внешней среды в лице акционеров и потенциальных инвесторов о том, что экономические результаты ее деятельности обязательно отразятся на доходах акционеров.

Прогрессивность развитых фондовых рынков основана не только на грамотных инвесторах, но и на разумных действиях по управлению акционерным капиталом со стороны бизнеса, что, в свою очередь, позволяет привлекать грамотных инвесторов. Умение понимать физический смысл МУАК и пользоваться ее инструментами является одним из важнейших критериев качества работы членов совета директоров.

Законодательство содержит термин «независимый член совета директоров». Мы со своей стороны считаем этот термин

бессмысленным. Любой член совета директоров может быть номинирован и **избран только по представлению акционеров компании**; соответственно, ни о какой полной независимости речь идти не может. В своей деятельности мы оперируем понятием **«профессиональный член совета директоров (ПЧСД)»**. Под ним мы понимаем члена совета директоров, поставившего свои знания и опыт в области корпоративного управления на службу акционерному обществу, глубоко разбирающегося в механизмах работы акционерного общества, действующего на благо ВСЕХ акционеров, и способного проследить взаимосвязь между принятием решений и тем, как они отразятся на акционерной стоимости общества.

Настоящий документ является сводом принципов, которыми должен руководствоваться член совета директоров в своей работе.

Цель и задача Кодекса – оказать методическую помощь ПЧСД при принятии решений по наиболее важным для акционеров вопросам. Мы надеемся, что данный документ сможет повысить уровень членов советов директоров публичных компаний и, как следствие, уровень корпоративного управления в самих компаниях.

Необходимость в таком документе определяется большим количеством нарушений прав акционеров, характерных для российских акционерных обществ, а также той ролью, которую призван играть совет директоров в публичной компании. Значительный объем диспозитивных норм, содержащихся в законодательстве, дает возможность компаниям достаточно гибко строить устав, сдвигая центр принятия ключевых решений в сторону совета директоров. Как следствие, в современных условиях именно совет директоров играет ключевую роль в принятии решений, в то время как общее собрание акционеров остается органом, осуществляющим общий контроль и утверждающим заранее подготовленные решения, сформулированные советом директоров.

Помимо этого большое внимание в рамках Кодекса уделено таким важным моментам, как права акционеров, разделению компетенции органов управления обществом, поведению ПЧСД при проведении корпоративных реорганизаций, вопросам обращения акций общества.

Характеристика ряда ситуаций, описываемых в Кодексе, с которыми сталкивается в своей деятельности ПЧСД, может существенно

отличаться от трактовки отечественными судами соответствующих разделов законодательства и сформированной судебной практики. **Документ призван раскрыть физический смысл процессов (дух закона), с которыми сталкивается в своей работе акционерное общество, давая тем самым правильную и логичную трактовку положений акционерного законодательства.**

Данный Кодекс не претендует на абсолютную полноту изложения; по мере развития фондового рынка, законодательства в области корпоративного права и рынка ценных бумаг мы планируем обновлять имеющийся материал.

Авторы с благодарностью воспримут любые конструктивные замечания и предложения, которые помогут сделать Кодекс лучше. Это оставляет большие возможности для совершенствования Кодекса всем заинтересованным лицам.





Глава 1. Модель управления акционерным капиталом (МУАК) в акционерном обществе

Управление акционерным капиталом в обществе является исключительно важной составляющей корпоративного управления, так как затрагивает интересы всех без исключения акционеров. Инструментарий МУАК является достаточно узким; к нему относится только то, что влияет на величину акционерного капитала (выпуск новых акций, выкуп акций с последующим погашением, выплата дивидендов, сохранение прибыли в распоряжении общества). **В долгосрочном периоде курсовая динамика акций следует за экономическими результатами деятельности компании не только усилиями инвесторов. Само общество также может оказывать влияние на взаимосвязь этих показателей. Именно МУАК в акционерном обществе является катализатором этого процесса и предметом постоянного мониторинга со стороны совета директоров.**

1.1 Основы управления акционерным капиталом в акционерном обществе

Для описания сути МУАК введем следующие понятия:

P_{Φ} – фактическая цена 1 акции компании, цена на бирже.

BV_{Φ} – балансовая цена 1 акции компании. Необходимо отметить, что **балансовая цена действительно должна отражать размер стоимости чистых активов компании, приходящихся на 1 акцию.** Для этого необходимо проводить регулярную переоценку активов, чтобы у акционеров было четкое представление о том, что компания заработала и чем в действительности обладает. **Во главу угла должна быть поставлена адекватность балансовой цены – она не должна быть завышена или занижена!**

EPS_{Φ} – прибыль компании на 1 акцию.

P_{Φ}/BV_{Φ} – соотношение рыночной стоимости компании и балансовой (собственного капитала).

$ROE_{\Phi} = EPS_{\Phi}/BV_{\Phi}$ – относительно стабильная рентабельность собственного капитала компании. Важно отметить, что это средняя стабильная рентабельность, которая с большой вероятностью будет у бизнеса в ближайшие годы. Своей деятельностью бизнес создает стоимость акционерам, а ROE_{Φ} является скоростью прироста их имущества (собственного капитала), и чем выше и стабильней скорость этого прироста, тем ценнее и дороже стоимость бизнеса. Фактически ценностью бизнеса является уровень отклонения стабильной ROE_{Φ} от требуемой инвесторами доходности, и именно поэтому рыночная цена акции на бирже отклоняется от балансовой, а коэффициент P_{Φ}/BV_{Φ} становится больше 1. Действительно, чем больше ставка, под которую работают средства акционеров внутри компании, превышает общий уровень рыночных ставок доступных инвесторам, тем уникальней и ценней такой бизнес для инвесторов, тем большую премию к балансовой цене они готовы платить. Отсюда и вытекает самый **главный критерий управления акционерным капиталом – максимизация ROE бизнеса!** То есть в основу МУАК должен быть заложен алгоритм действий, при котором рентабельность собственного капитала повышается или сохраняется на высоком уровне. При понимании этого тезиса

возникает и понимание того, что доходность бизнеса, то есть его ROE_{Φ} , не может быть ниже уровня рыночных ставок (например, депозитных). Цель любого бизнеса – это превосходство над этой безрисковой доходностью, в противном случае деятельность компании нужно рассматривать с точки зрения благотворительности или каких-то иных социальных действий, не связанных с извлечением прибыли.

R_t – теоретическая ставка требуемой доходности, то есть ставка, которая устраивает инвестора (акционера) в качестве отдачи от данного вида бизнеса в виде доходности от курсового роста и полученных дивидендов.

Таким образом, при условии, что рентабельность бизнеса относительно постоянна и известна совету директоров компании, мы можем вычислить справедливую стоимость акции общества (P_t), вытекающую из равенства:

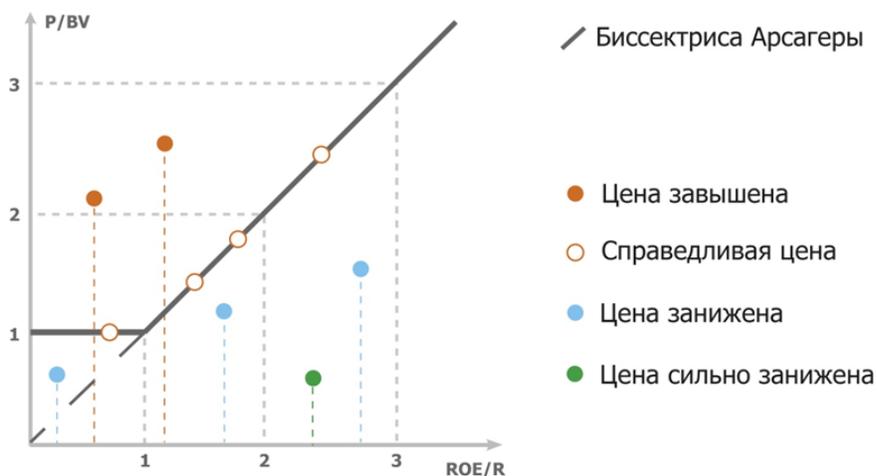
$$\frac{P}{BV} = \frac{P/E}{BV/E} = \frac{E/BV}{E/P} = \frac{ROE}{r}$$

по формуле:

$$P_t = BV_{\Phi} * ROE_{\Phi}/R_t \text{ или } P_t/BV_{\Phi} = ROE_{\Phi}/R_t,$$

то есть **рыночная цена акции должна отличаться от балансовой в то же количество раз, во сколько отличается рентабельность бизнеса (ROE_{Φ}) от требуемой доходности (R_t)**. Также стоит отметить тот факт, что подобным образом должен конвертироваться успех бизнеса (размер собственного капитала BV_{Φ} и скорость его прироста ROE_{Φ}) в курсовую стоимость (P_{Φ}) этого самого бизнеса на вторичном рынке.

Графически данная зависимость выглядит следующим образом:



Так как совету директоров известны балансовая цена (BV_{Φ}), рентабельность бизнеса (ROE_{Φ}) и требуемая доходность (R_t), то становится известной справедливая рыночная цена P_t . Эта цена будет находиться на линии, которой авторы Кодекса дали название Биссектриса Арсагеры (БА). **Биссектриса Арсагеры – это линия справедливых рыночных цен при известных показателях рентабельности, требуемой доходности и балансовом (собственном) капитале компании.** Зная балансовую цену (BV_{Φ}), рентабельность бизнеса (ROE_{Φ}), требуемую доходность (R_t) и фактическую рыночную цену (P_{Φ}), можно отметить на плоскости значение P_{Φ}/BV_{Φ} (по оси Y), соответствующее значению ROE_{Φ}/R_t (по оси X). На приведенном рисунке закрашенные точки соответствуют ситуации, когда значение цены отклоняется от БА. Таким образом, можно сделать вывод об адекватности рыночной цены акции на бирже: цены выше линии БА завышены, ниже – занижены.

Важным следствием является тот факт, что **в случае грамотного управления советом директоров общества акционерным капиталом рыночная цена не должна быть ниже балансовой.** Рассмотрим два случая такой ситуации.

1. Рентабельность собственного капитала ROE_{Φ} ниже требуемой доходности R_t .

Если рентабельность собственного капитала ROE_{Φ} ниже требуемой доходности R_t , то это означает, что компания, конечно, может стоить дешевле балансовой цены BV , но это отчасти противоречит здравому смыслу, так как тогда рациональным действием со стороны компании должно являться использование собственных средств компании для приобретения собственных акций дешевле баланса. При этом для выкупа могут использоваться как имеющиеся денежные средства, так и средства, которые могут быть получены от продажи финансовых активов или иного имущества компании по балансовой цене. В этом случае будет происходить рост цены акций на рынке с одновременным увеличением размера балансовой стоимости акций, остающихся в обращении. Также акционерам стоит обратить внимание на сам смысл существования такого бизнеса, который работает с доходностью (ROE_{Φ}) ниже требуемой, например, ниже доходности простого депозита, не стоит ли его ликвидировать и получить за акцию балансовую цену – ту сумму, которая на данный момент есть у компании. Следует отметить, что здесь речь идет о стабильных и устоявшихся бизнесах. Компании, недавно образованные и не вышедшие в стадию стабильно работающих, оценивать подобным образом будет некорректно.

2. Рентабельность собственного капитала ROE_{Φ} равна или выше требуемой доходности R_t .

Если при этом $P_{\Phi} < BV_{\Phi}$, то это, как правило, вопиющий случай, а сама ситуация – показатель неграмотности совета директоров и отсутствия МУАК в обществе, что в целом характеризует низкий уровень корпоративного управления компании. В данном положении акционерам компании (а члены совета директоров – это их представители и должны действовать в их интересах) выгодно выкупать акции с рынка средствами компании, потому что денежную единицу в собственном капитале, работающего со ставкой равной или выше требуемой рыночной ($ROE_{\Phi} > R_t$), можно приобрести дешевле балансовой стоимости. Действительно, если собственные средства компании удастся использовать с доходностью $ROE_{\Phi} > R_t$, то выкуп собственных акций по цене ниже балансовой позволяет увеличить доходность использования собственных средств на коэффициент $BV_{\Phi}/P_{\Phi} > 1$, и это означает, что рентабельность

потраченных на выкуп средств будет выше существующего ROE компании. Таким образом, выкуп должен привести, как минимум, к выравниванию $R\phi$ и $BV\phi$, а может осуществляться и до момента превышения рыночной цены акции над балансовой в $ROE\phi/R_T$ раз.

1.2 Варианты поведения акционерного общества. Инструментарий МУАК

Различное соотношение фактической цены компании и справедливой рыночной цены, рассчитанной на основе балансовой цены акции ($BV\phi$), рентабельности бизнеса ($ROE\phi$) и требуемой доходности (R_T), определяет различное поведение общества при управлении акционерным капиталом. С этой целью общество может использовать предусмотренный законодательством инструментарий, воздействуя на величину акционерного капитала, а также дополнительные действия, оказывающие влияние на соотношение собственных и заемных средств.

Инструментарий, используемый акционерным обществом в рамках МУАК

Степень важности действий	Виды действий
Основные	Увеличение акционерного капитала: - размещение дополнительных акций; - невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов
	Уменьшение собственного капитала: - выкуп акций общества с рынка с последующим их погашением; - выплата дивидендов
Дополнительные	Увеличение заемного капитала
	Уменьшение заемного капитала

В дополнение к показателям, суть которых была раскрыта в предыдущем разделе, введем следующие:

R_d – ставка кредитования компании, то есть ставка, под которую компания может взять кредит. Следует отметить, что компании

необходимо контролировать соотношение собственных и заемных средств, в частности, при кредитовании на выкуп собственных акций (об этом речь пойдет ниже) необходимо учитывать размер указанного соотношения, который возникнет по итогам выкупа (собственные средства в результате выкупа и погашения акций сократятся, а заемные возрастут).

ROE_{фд} – рентабельность той части собственного капитала компании, которая дополнительно может быть направлена в основную деятельность (например, на расширение производства). Как частный случай: если компанией получена прибыль – это доходность полной или частичной реинвестиции прибыли в основную деятельность. По смыслу, **ROE_{фд}** очень похожа на доходность инвестируемого капитала (ROIC). Важно отметить, что это доходность именно дополнительных вложений, так как общая ROE_ф может быть крайне высокой, и низкая доходность, например, реинвестиции текущей чистой прибыли ROE_{фд} может быть незаметна в итоговом ROE_ф по компании, поэтому ее необходимо оценивать в отдельности.

Еще одна очень важная аксиома бизнеса:

ROE_ф ≥ R_т > R_д.

Это означает следующее: ставка требуемой доходности R_т должна быть выше ставки кредитования этого же бизнеса R_д: вряд ли инвесторы ожидают доходность от вложения в акции компании, равную доходности ее облигаций; абсолютно понятно, что будет требоваться дополнительная премия. Рентабельность собственных средств ROE_ф не должна быть ниже требуемой доходности R_т, так как тогда в таком бизнесе нет целесообразности, а в случае наличия заемных средств даже возможна ситуация, когда доходы от использования собственных средств идут на погашение процентов по заемным средствам.

Из вышесказанного логично вытекают необходимые действия компании при различных соотношениях фактической и справедливой цен:

1.2.1 В компании выполняется $ROE_{\Phi} > R_T > R_d$, при этом $P_{\Phi} < BV_{\Phi}$

Действия компании:

Выкуп акций	ДА
Выплата дивидендов	НЕТ
Размещение дополнительных акций	НЕТ
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	ДА (средства направляются на выкуп)

Источником средств на выкуп акций могут выступать как заемные, так и собственные средства.

Наиболее выгодно для акционеров компании проводить выкуп за счет заемных средств, то есть компания должна кредитоваться и выкупать собственные акции до момента, пока не нарушается одно из условий:

- Долг компании соотносится к собственному капиталу (при этом собственный капитал считается уже с учетом погашения акций в результате выкупа) на приемлемом для компании уровне (по общему правилу 1:1). Компания имеет в последующем денежный поток необходимый для обслуживания долга.
- Ставка, предлагаемая кредиторами, не превышает требуемую доходность, то есть $R_d < R_T$.

Выкуп за счет собственных средств выгодно проводить до момента, пока $P_{\Phi} < BV_{\Phi}$, так как в этом случае средства акционеров вкладываются в деятельность самой же компании по ставке, превышающей ROE_{Φ} .

Если в результате этих действий рыночная цена P_{Φ} стала больше или выровнялась с балансовой BV_{Φ} , то дальнейшим действиям посвящен пункт 1.2.2. Если нет, то необходимо повторять по возможности процедуры выкупа до достижения указанного соотношения.

1.2.2 В компании выполняется $ROE_{\Phi} > R_T > R_D$, при этом $BV_{\Phi} < P_{\Phi} < (BV_{\Phi} * ROE_{\Phi}/R_T)$

Действия компании:

Выкуп акций	ДА
Выплата дивидендов	Нежелательна
Размещение дополнительных акций	НЕТ
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	В зависимости от $ROE_{\Phi D}$

Компания может проводить выкуп за счет заемных средств, то есть компания может кредитоваться и выкупать собственные акции до момента, пока не нарушается одно из условий:

- Долг компании соотносится к собственному капиталу (при этом собственный капитал считается уже с учетом погашения акций в результате выкупа) на приемлемом для компании уровне (по общему правилу 1:1). Компания имеет в последующем денежный поток, необходимый для обслуживания долга.
- Ставка, предлагаемая кредиторами, не превышает требуемую доходность, то есть $R_D < R_T$.

Выкуп за счет собственных средств можно проводить только в случае, если ставка ($ROE_{\Phi D}$) использования той части собственных средств, которая может быть направлена на выкуп, не выше значения ставки $R = ROE_{\Phi} * BV_{\Phi}/P_{\Phi}$, где P_{Φ} по сути и есть цена выкупа.

Если в результате этих действий соотношение рыночной цены P_{Φ} к балансовой BV_{Φ} выровнялось или стало больше соотношения ROE_{Φ}/R_T , то дальнейшим действиям посвящен следующий вариант. Если нет, то необходимо повторять по возможности процедуры выкупа до достижения указанного соотношения.

Выплата дивидендов в данном варианте нежелательна, хотя и возможна. Несмотря на то, что реинвестиция дивидендов акционерами в акции компании может привести к тому, что акции увеличат стоимость, фактические покупки могут и не произойти в силу различных причин, поэтому более правильно самой компании в этой ситуации предъявить спрос на собственные акции, то есть сумму, которую можно направить на дивиденды, лучше потратить на выкуп.

1.2.3 В компании выполняется $ROE_{\Phi} > R_t > R_d$, при этом $R_{\Phi}/BV_{\Phi} > ROE_{\Phi}/R_t$

Действия компании:

Отметим, что в подобной ситуации большой необходимости в активных действиях в отношении своих акций со стороны компании не требуется. В котировках акций, как минимум, отражены достижения основной деятельности и текущая экономика (чистая прибыль и размер собственного капитала) бизнеса компании.

Доходность на собственный капитал (BV_{Φ}) выше требуемой (R_t) и акции стоят дороже балансовой цены совершенно оправдано, но превышение больше, нежели должно быть, исходя из текущей рентабельности ROE_{Φ} . Возможно, компания сможет увеличить рентабельность собственного капитала (ROE_{Φ}). Если же это не предвидится, то это означает, что акции компании несколько переоцениваются инвесторами, которые, возможно, ведут себя нерационально.

Выкуп акций	НЕТ
Выплата дивидендов	Возможна
Размещение дополнительных акций	Возможно
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	Возможна

Очевидно, осуществлять два последних действия одновременно со вторым (выплатой дивидендов) неправильно, так как они противоположны с точки зрения изменения размера акционерного капитала. Условия и целесообразность возможных действий можно описать следующим образом:

- Выплата или невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов. Если в основной деятельности компании доходность использования средств, которые могут быть направлены на дивиденды, ниже требуемой доходности ($ROE_{\Phi} < R_t$), а ситуация с долговой нагрузкой остается в рамках заданных параметров, то компания может выплатить дивиденды. В противном случае лучше использовать эти средства в основной деятельности или направить на сокращение долга.

- Размещение дополнительных акций. Если, согласно расчетам, акции компании действительно торгуются на рынке с премией, то текущие акционеры могут воспользоваться этим с целью получения дополнительной прибыли. Особенно, если основная деятельность компании позволяет получать доходность на эти средства $ROE_{\Phi} > R_t$, так как это позволит увеличить балансовую стоимость одной акции и увеличить размер прибыли на одну акцию. Стоит отметить, что здесь рассматривается вопрос исключительно с экономической точки зрения, вопросы размера влияния на управление акционерным обществом (размытие долей) не учитываются.

1.2.4 Компания не получает требуемую ставку доходности (R_t) на собственный капитал (BV_{Φ}), но торгуется с коэффициентом $R_{\Phi}/BV_{\Phi} > 1$. Опишем ситуации и их возможные причины, а также рассмотрим рекомендации советам директоров таких компаний

1. Весь собственный капитал компании работает с невысоким значением ($ROE_{\Phi} < R_t$), при этом большая часть собственного капитала (например, нераспределенная прибыль или часть ее) не нужна компании для ведения основной деятельности. Та часть собственного капитала, которая участвует в основной деятельности, работает с $ROE > R_t$. Снижение же общего ROE_{Φ} происходит из-за неэффективного использования остальной части собственного капитала, например, с доходностью ниже уровня текущих рыночных ставок. Инвесторы ожидают выплаты неиспользуемой в основной деятельности части собственного капитала в виде дивидендов. Существует и второй способ – инвестирование указанных средств с доходностью $> R_t$, например, поглощение другой компании или приобретение части ее акций. Это частный случай варианта, который описывается ниже.

2. Инвесторы по какой-то причине считают, что компания сможет существенно увеличить доходность на собственный капитал в будущем. Один из вариантов описан выше – эффективное использование большей части собственных средств, которые использовались с низкой или даже нулевой ставкой доходности. Второй вариант – резкое изменение ROE_{Φ} из-за существенных улучшений в рамках основной деятельности. Компании необходимо проверить, насколько подобные ожидания инвесторов оправданы. Если оправданы, то компании

необходимо пересмотреть прогноз своего стабильного ROЕф. Если неоправданы, то компания может воспользоваться этой ситуацией (см. ниже).

3. Нерациональное с экономической точки зрения поведение инвесторов: спекулятивные атаки, игры, политика, манипуляции и др. Искать объяснение причинам такого поведения не имеет смысла, но компания может воспользоваться подобным положением вещей и провести дополнительную эмиссию акций по рыночной цене. В результате балансовая цена акции возрастет. В пределе, если по такой цене будет выпущено большое количество акций к уже существующим, то рыночная цена акции автоматически выровняется с балансовой. Эффективность же использования собственного капитала компании, полученного таким образом, остается открытым вопросом, но вероятность падения рыночной цены (падать ниже баланса уже сложнее – об этом писалось выше) существенно снизится. Это тот случай, когда ситуацию можно охарактеризовать выражением: «виртуальность меняет реальность».

Еще раз отметим, что компании необходимо четко понимать свой относительно стабильный уровень доходности (ROЕф), который она сможет получать на собственный капитал.

Выкуп акций	НЕТ
Выплата дивидендов	ДА
Размещение дополнительных акций	Возможно
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	НЕТ

1.2.5 Компания не получает требуемую ставку доходности (R_T) на собственный капитал (BV_Φ) и торгуется с коэффициентом $P_\Phi/BV_\Phi < 1$

Выше уже отмечалось, что ситуация $P_\Phi/BV_\Phi < 1$ нелогична, но на практике встречается.

Возможные ситуации:

1. Аналогично первому варианту: весь собственный капитал компании работает с невысоким значением ($ROE_{\Phi} < R_t$), при этом большая часть собственного капитала (например, нераспределенная прибыль или часть ее) не нужна компании для ведения основной деятельности. Та часть собственного капитала, которая участвует в основной деятельности, работает с $ROE > R_t$. Снижение же общего ROE_{Φ} происходит из-за неэффективного использования остальной части собственного капитала, например, с доходностью ниже уровня текущих рыночных ставок или даже нулевой. Инвесторы не ждут от компании действий, связанных с увеличением ROE_{Φ} на весь собственный капитал, и готовы продавать ее акции даже ниже балансовой цены. Аналогично: правильным действием по отношению к своим акционерам была бы выплата дивидендов или инвестирование указанных средств с доходностью $> R_t$, например, поглощение другой компании или приобретение части ее акций. В этой ситуации также возможен выкуп собственных акций (особенно по балансовой цене), как альтернатива выплата дивидендов.

2. Бизнес компании не может получать требуемую ставку доходности (R_t) в силу объективных причин – невостребованность товаров и услуг этого бизнеса потребителями и др. В этот же раздел попадают и компании с отрицательным значением ROE_{Φ} , то есть убыточные и проедающие акционерный капитал. Компании необходимо определиться со своим будущим: либо предпринять действия, необходимые для выхода на уровень рентабельности, соответствующий требуемой доходности R_t , либо закрыть или продать бизнес, вернув оставшиеся средства акционерам.

Таким образом, при выработке предложений ПЧСД должен, в первую очередь, уметь в каждый конкретный момент времени однозначно идентифицировать положение компании относительно соотношений ключевых показателей (фактической цены компании и справедливой рыночной цены). Следствием правильной идентификации должны стать конкретные рекомендации по управлению акционерным капиталом, направленные на создание дополнительной акционерной

стоимости, повышение эффективности деятельности акционерного общества и приведение рыночных котировок акций общества в соответствие с экономическими показателями его деятельности.

1.3 Специфика использования инструментария МУАК

1.3.1 Дополнительная эмиссия акций: цели, способы, параметры

Дополнительная эмиссия акций является составной частью модели управления акционерным капиталом и предназначена для привлечения долевого (бездолгового) финансирования деятельности общества. Как уже было отмечено выше, такой способ привлечения средств целесообразен в строго определенных вариантах, общим моментом которых является превышение фактической цены акции над балансовой ценой. Цели доэмиссии также должны быть подвергнуты строгой ревизии: как правило, она проводится для пополнения внеоборотных средств компании, связанных с реализацией новых, экономически эффективных проектов. Для пополнения оборотных средств более предпочтительными выглядят заемные источники капитала.

С точки зрения вида доэмиссии законодательство допускает два варианта подписки на эмиссионные ценные бумаги: открытую и закрытую. Вопрос об ограничении круга лиц – потенциальных приобретателей эмиссионных ценных бумаг общества – является дискуссионным. Само по себе наличие ограничений на круг приобретателей не говорит о немедленном ухудшении корпоративного управления компании. Скорее, это повод задуматься об адекватности текущих или будущих параметров дополнительной эмиссии, и, прежде всего, цены размещения. Считается, что получить должную оценку справедливости параметров доэмиссии лучше всего в условиях публичности при неограниченном круге покупателей. В то же время, закрытая подписка может говорить о стремлении общества что-либо скрыть или утаить от своих акционеров, а также чрезмерном желании видеть среди акционеров какое-либо определенное лицо (в случае закрытой подписки в пользу данного лица). **Сам по себе принцип функционирования открытого акционерного общества**

подразумевает равенство акционеров для общества, то есть обществу не важно, кто именно станет его акционером. Важен сам факт внесения средств в уставный (складочный) капитал. В этой связи наилучшим видом допэмиссии в открытом акционерном обществе, функционирующем как публичная компания, будет открытая подписка. При этом все основные параметры допэмиссии, в том числе, цена размещения, должны быть известны заранее, до проведения Общего собрания акционеров, на котором предполагается вынести вопрос о проведении допэмиссии акций.

Еще одной особенностью, на которую стоит обратить внимание, является способ оплаты выпускаемых акций. По общему правилу оплата проводится деньгами, но может проводиться и иным имуществом. На наш взгляд, денежная форма оплаты предпочтительнее, так как снимает риски неадекватной оценки имущества, вносимого в оплату акций. Если же общество заинтересовано в конкретном имуществе, оно может, проведя допэмиссию, выкупить его впоследствии за наличные средства.

В условиях меняющегося законодательства необходимо следить и за сроками реализации преимущественного права. Сроки должны быть достаточными, чтобы текущие акционеры, в том числе миноритарные, могли принять решение о выкупе акций и осуществить необходимые технические операции по переводу средств. Нельзя устанавливать серьезных ограничений относительно счетов, с которых можно оплачивать акции, равно как и иными способами усложнять реализацию преимущественного права (например, требовать предоставления избыточного комплекта документов). Иными словами, **ключевым принципом при реализации акционерами преимущественного права является принцип простоты.**

Также стоит обратить внимание на норму, содержащуюся в стандартах эмиссии, согласно которой после реализации преимущественного права на оставшиеся акции покупатели выбираются по воле эмитента. По сути дела, речь идет о предпочтительности для эмитента одних покупателей акций перед другими. Данное обстоятельство полностью дискредитирует принцип равенства акционеров для общества и «де-факто» превращает открытую подписку на акции в закрытую.

Самым важным при проведении допэмиссии является цена размещения. Согласно статье 77 закона «Об акционерных обществах» в случае, когда цена размещения эмиссионных ценных бумаг определяется решением совета директоров, она должна определяться исходя из рыночной стоимости. Совет директоров для целей проведения допэмиссии может (но не обязан!) привлечь независимого оценщика. И здесь же говорится, что для регулярно публикуемых в печати цен они должны быть «приняты во внимание». Таким образом, при определении цены допэмиссии совет директоров компании (как люди, которые в силу своих позиций в обществе должны обладать максимальными компетенциями в части особенностей управления акционерным капиталом) получает карт-бланш. Именно его мнение относительно рыночности цены станет определяющим при определении цены размещения акций. Однако необходимо помнить, что критериями определения рыночной цены «снизу» являются номинал акции (в силу требований закона «Об акционерных обществах»), балансовая цена акции и цена акции на вторичном рынке. Цена допэмиссии должна превышать балансовую цену акции и находиться не сильно ниже цен акций вторичного рынка. Это позволит не допустить размытия балансовой цены одной акции и минимизировать влияние дополнительного предложения акций на вторичный рынок.

1.3.2 Выкуп акций с последующим погашением

Выкуп акций с последующим погашением является составной частью модели управления акционерным капиталом и противоположным по сути действием допэмиссии акций. В результате выкупа акций происходит уменьшение уставного и собственного капиталов компании, снижается общее количество акций эмитента. Такой способ уменьшения собственного капитала целесообразен в строго определенных вариантах. Как правило, это происходит, когда акции компании торгуются ниже балансовой или справедливой цен. Смысл данной операции аналогичен выплате дивидендов, то есть оба варианта представляют собой распределение накопленного собственного капитала среди акционеров. Одновременно с этим выкуп акций обществом можно рассматривать как приобретение

своего же, максимально понятного бизнеса с ожидаемой доходностью вложений, равной отношению рентабельности собственного капитала к коэффициенту P/BV. Очевидно, что если рыночная цена становится ниже балансовой ($P/BV < 1$), это делает доходность (эффективность) вложений выше фактического ROE компании, и наоборот. Естественно, что абсолютное значение рентабельности (ROE) очень важно, при этом необходимо ориентироваться на то, каким оно будет в долгосрочной перспективе.

Кроме того, важным показателем является соотношение долга и собственных средств и наличие свободных денежных потоков. Иногда целесообразно даже привлечь кредит для проведения обратного выкупа. Только при этом стоит учитывать, что соотношение долга и собственных средств будет меняться быстрее, так как увеличению размера долга будет соответствовать такое же уменьшение размера собственных средств.

Законодательство устанавливает ограничения на размер обратного выкупа: на выкуп не может быть потрачено более 10% от стоимости чистых активов общества, а также не может быть выкуплено более 10% от количества акций, находящихся в обращении. Если объем заявок на продажу превысит заявленный объем выкупа, то заявки будут удовлетворяться пропорционально. В предельном случае, если все акционеры воспользуются этой возможностью, то результат будет максимально близок по своей сути к выплате дивидендов: доли всех акционеров сохранятся, и все получат денежную выплату от компании, пропорциональную своей доле в уставном капитале. Разница заключается только в налоговом режиме такой выплаты.

Проводя выкуп акций, **совет директоров обязан следить за тем, чтобы в рамках данной процедуры не закладывалось никаких преимуществ одних акционеров перед другими. Процедура выкупа акций должна быть прозрачной, а условия выкупа – одинаковыми для всех акционеров.** Сам выкуп акций должен проводиться на баланс общества, то есть в результате операции должны появиться казначейские акции. В целях предотвращения возможных злоупотреблений не рекомендуется проведение выкупа акций на дочерние компании, так как это приведет к появлению

квазиказначейских акций, которые могут впоследствии существовать сколь угодно долго. Такие акции для погашения впоследствии еще раз должны будут сменить своего владельца и попасть на баланс общества, прежде чем быть погашенными. Кроме того, наличие оферты не от самого эмитента выводит данную операцию из-под норм акционерного права, оставляя лишь общие нормы гражданского права, что создает почву для различных ограничений при выкупе акций (например, по кругу принимающих участие лиц, объему и т.д.). Тем самым нарушается общий принцип – равенства базовых прав акционеров общества.

Еще одним ключевым требованием корпоративных действий является **техническая простота. Акционеры должны иметь возможность быстро, без потерь** предъявить свои акции к выкупу. Как следствие, общество должно продумать процедуру предъявления акций к выкупу с точки зрения сроков предъявления, адресов, по которым могут быть поданы заявки, и иных параметров.

Таким образом, принимая решение о выкупе акций, совет директоров общества должен руководствоваться исключительно критериями МУАК. Недопустимо объявлять выкуп акций с иными целями (например, как средство исключительно поддержания котировок на вторичном рынке, как инструмент в борьбе мажоритарных акционеров, как способ облегчить мажоритарным акционерам продажу крупного пакета своих акций, как возможность выкупить акции у конкретного акционера или группы акционеров и т.д.). Цели такой операции – приведение рыночных котировок акций общества в соответствие с его экономическими показателями и повышение эффективности бизнеса путем возврата средств акционерам. При этом акционеры должны иметь возможность принять предложение общества в отношении всех или части своих акций на одинаковых недискриминационных условиях.

1.3.3 Выплата дивидендов

Выплата дивидендов является составной частью модели управления акционерным капиталом и наряду с выкупом акций представляет собой способ распределения прибыли общества среди акционеров. В результате выплаты дивидендов количество акций общества

не изменяется, одновременно с этим снижается собственный капитал компании за счет уменьшения по статье баланса «нераспределенная прибыль».

Отличием выплаты дивидендов от выкупа акций является, во-первых, различный налоговый режим. Во-вторых, решение о выплате дивидендов в обязательном порядке должно пройти процедуру одобрения на собрании акционеров (для принятия решения о выкупе акций, как правило, достаточно решения совета директоров; собрание акционеров проводится впоследствии по вопросу погашения выкупленных акций). Вопрос о выплате дивидендов на годовом собрании входит в число обязательных для рассмотрения, а учитывая специфику данной меры (выплата наличных средств более понятна для широкого круга акционеров, нежели экономический эффект от выкупа акций), выплата дивидендов находится в центре внимания миноритарных акционеров любого акционерного общества.

Тем не менее, **профессиональный член совета директоров при принятии решения о рекомендациях по выплате дивидендов обязан руководствоваться не соображениями популизма, а МУАК, принятой в обществе. Также необходимо серьезно изучить альтернативные возможности использования обществом заработанных средств.** Напомним, что в общем случае любая компания может распорядиться деньгами следующими способами:

1. Использовать их в своей основной деятельности (органический рост через инвестиции).
2. Положить на депозит (краткосрочные финансовые вложения).
3. Использовать для приобретения другого бизнеса (сделки по слиянию/поглощению).
4. Распределить средства среди акционеров в виде дивидендов или через выкуп акций.

Совершенно очевидно, что краткосрочные финансовые вложения могут быть использованы как временный выход. Соответственно, при принятии решений о распределении прибыли совет директоров обязан изучить возможные варианты использования средств в рамках основной деятельности компании. Если эффективность новых проектов

не является достаточно высокой и на рынке отсутствуют варианты по приобретению иных компаний, то наиболее целесообразным будет принятие решения о распределении прибыли среди акционеров. Случаи выкупа акций были рассмотрены выше. В остальном оптимальным для общества вариантом будет выплата дивидендов своим акционерам. **Особенно такой вариант подходит для компаний, чья фактическая цена превышает балансовую и справедливую цены ее акций.**

Составной частью МУАК общества является дивидендная политика. Она должна быть четко сформулирована. В частности, в ней должны найти отражение условия, при которых общество выплачивает дивиденды, и критерии определения размера выплачиваемых дивидендов. Дополнительно в ней могут найти отражение минимальные суммы, выплачиваемые в виде дивидендов по обыкновенным акциям. Что касается привилегированных акций, то обязанность общества по выплате дивидендов по ним определена уставом (более подробно этот вопрос будет рассмотрен в дальнейшем). ПЧСД должен добиваться того, чтобы МУАК и ее составная часть – дивидендная политика общества – были закреплены основными документами общества (этому посвящена отдельная глава), а также существовала в виде отдельного документа, носящего публичный характер.

Источником выплаты дивидендов отчетного периода является чистая прибыль общества. Соответственно, если компания получила убыток, то дивиденды за отчетный период выплачены быть не могут. Однако акционеры могут принять решение о выплате дивидендов из нераспределенной прибыли прошлых лет. Иными словами, **у профессионального члена совета директоров есть возможность сразу же после своего избрания вынести вопрос о снижении избыточного собственного капитала.** При этом необходимо помнить, что возможность выплаты внеочередных дивидендов должна быть обязательно предусмотрена уставом. Кроме того, законодательство вводит прямой запрет на выплату дивидендов в отдельных случаях. Как следствие, перед вынесением данного вопроса следует убедиться, что общество не подпадает под введенные запреты.

По общему правилу дивиденды выплачиваются денежными средствами, а если это предусмотрено уставом общества – могут

выплачиваться и имуществом. Выплата дивидендов имуществом сразу влечет за собой проблему адекватности рыночной оценки такого имущества, а также его меньшей ликвидности для акционеров общества по сравнению с денежными выплатами.

Завершая описание моментов, связанных с распределением прибыли, необходимо помнить, что акционерное общество – это коммерческая организация, созданная для получения прибыли; фактор публичности общества автоматически накладывает обязанность на менеджмент делать все возможное для создания акционерной стоимости. В этой связи недопустимым является подмена основных целей иными, носящими некоммерческий характер. В частности, необходимо обращать внимание на то, какой объем прибыли предлагается пустить на статьи, не создающие стоимость для акционеров (благотворительность, спонсорство и т.п.). ПЧСД должен делать все возможное, чтобы объем таких трат отсутствовал или был небольшим относительно объема средств, выплачиваемых акционерам.

1.4 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Действовать на благо ВСЕХ акционеров общества.
- Обладать знаниями и опытом в области корпоративного управления; глубоко разбираться в механизмах работы акционерного общества, понимать их физический смысл.
- Быть способным проследить взаимосвязь между принятием решений и тем, как они отразятся на акционерной стоимости общества, а также на приведение в соответствие рыночных котировок акций общества экономическими показателями его деятельности.
- Добиваться принятия в обществе четко сформулированной МУАК вплоть до закрепления в виде отдельного документа.
- Осознавать, что в долгосрочном периоде курсовая динамика акций общества следует за экономическими результатами деятельности компании не только усилиями инвесторов. МУАК в акционерном обществе является катализатором этого процесса и предметом постоянного мониторинга со стороны совета директоров общества.

- Контролировать адекватность балансовой цены акций общества. Для этого необходимо проводить регулярную переоценку активов, чтобы у акционеров было четкое представление о том, что компания заработала и чем в действительности обладает.
- Не допускать ситуаций, при которых в течение длительного времени рыночная цена акций общества находится ниже балансовой цены, используя для этого инструментарий МУАК.
- В каждый конкретный момент времени четко понимать положение фактической цены акций общества относительно справедливой рыночной цены и соответствующие этому положению действия совета директоров общества.
- При проведении допэмиссии следить за тем, чтобы ее условия предполагали максимальную публичность и рыночность, а цена допэмиссии превышала бы балансовую цену акции и не отклонялась бы существенно ниже цен акций вторичного рынка.
- При принятии решения о выкупе акций руководствоваться исключительно критериями МУАК. Следить за тем, чтобы процедура выкупа акций была прозрачной, а условия выкупа – одинаковыми для всех акционеров. Сам выкуп акций должен проводиться на баланс общества.
- При принятии решения о рекомендациях по выплате дивидендов руководствоваться МУАК, принятой в обществе, а также серьезно изучить альтернативные возможности использования обществом заработанных средств.
- Помнить о том, что процедуры, сопровождающие использование инструментария МУАК, должны быть простыми с технической точки зрения и не вызывать сложностей у акционеров при реализации ими своих прав.





Глава 2. Обращение акций акционерного общества

2.1 Основные положения, касающиеся вторичного обращения акций общества

Обращение акций акционерного общества неразрывно связано с одним из ключевых прав акционера, предусмотренного законодательством, – правом свободного распоряжения своими акциями без чьего-либо согласия. В пункте 1 статьи 2 закона «Об акционерных обществах» указано: **«Акционеры вправе отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров и общества»**. Как следствие, основным моментом, способствующим реализации данного права, является возможность быстро, удобно и с минимумом потерь совершать операции с имеющимися акциями. Ни сам эмитент, ни другие акционеры не вправе усложнять или препятствовать реализации данного права.

Для инвестора покупка акций на вторичном рынке – это вложение своих средств в бизнес общества, несмотря на то, что само общество денег при этом не получает.

Вторичный рынок определяет возможности компании привлечь деньги за счет последующих эмиссий для своего развития. Кроме того, вторичный рынок позволяет осуществлять выкуп акций самой компанией, что по своему физическому смыслу очень близко к выплате дивидендов, так как и в том и в другом случае происходит получение акционерами части собственного капитала компании. Полная аналогия выплаты дивидендов и выкупа акций хорошо видна в том случае, если все акционеры пропорционально своим долям участвуют в проводимом компанией выкупе.

Вторичный рынок акций общества – это еще и механизм, обеспечивающий жизнеспособность эффективной компании, ведь в этом случае жизненный цикл бизнеса будет ограничен периодом его «полезности» для людей, а не сроком, в течение которого его первый владелец готов им заниматься.

Мировая практика доказала, что наилучший способ обращения акций – это торговля на фондовой бирже. Если акции общества не допущены к организованным торгам, а компания имеет в своем составе миноритарных акционеров, желающих вывести акции на биржу, **совет директоров общества как орган, призванный работать в интересах всех акционеров, должен инициировать** соответствующую процедуру и внести этот вопрос в повестку собрания акционеров. Проведение IPO в этом случае вовсе не обязательно. Достаточно будет вывести на биржу уже имеющиеся выпуски акций с тем, чтобы текущие акционеры могли совершать с ними операции. Это потребует от общества выполнения определенных требований, предъявляемых биржей и законодательством, что, однако, не может служить препятствием для реализации акционерами своих прав. Также отметим, что само по себе выполнение требований биржи (отчетность, аудит, внедрение лучших практик корпоративного управления) положительно сказывается на курсовой стоимости акций общества, а значит, и на самих акционерах. Необходимо стремиться к тому, чтобы акции общества прошли процедуру листинга и обращались по возможности в максимально

высоком котировальном списке, это дополнительно откроет доступ для приобретения акций общества новым категориям инвесторов. Несмотря на то, что вопрос вывода акций на биржу может быть инициирован советом директоров, окончательное решение по этому вопросу принимает общее собрание акционеров.

Если компания является публичной и ее акции уже обращаются на бирже, то ПЧСД должен отстаивать право акционеров свободно торговать ими и ни в коем случае не соглашаться с предложениями и действиями по прекращению обращения акций общества на организованных торгах. Как правило, подобные действия могут быть начаты другими членами совета директоров или мажоритарным акционером. Объяснения могут приводиться одни и те же: низкая ликвидность акций на вторичном рынке; стоимость акций, не отражающая итогов работы компании; расходы на поддержание листинга ценных бумаг; требования к составлению отчетности; законодательство в части использования инсайдерской информации и т.д. Подобная процедура является грубым нарушением прав миноритарных акционеров, не говоря уже о том, что многие из этих причин не имеют отношения к действительности. Решение о выводе акций с биржи принимается общим собранием акционеров, поэтому ПЧСД должен приложить максимум усилий, чтобы убедить большинство акционеров проголосовать против вывода. Противоречивость такого положения вещей заключается в том, что, как правило, биржевое обращение акций важно именно для тех акционеров, которые как раз не обладают большинством голосов, поэтому помощь ПЧСД им особенно необходима.

Особую остроту проблеме придает тот факт, что фондовый рынок в отличие от многих других рынков обращения товаров является крайне монополизированным (биржевые торги акциями в России сосредоточены практически на одной фондовой площадке). Это означает, что вследствие чинимых эмитентом или крупным акционером препятствий миноритарный акционер теряет право получить адекватную текущую рыночную стоимость за продаваемый актив. Для таких действий остается только внебиржевой рынок, где транзакционные издержки владельца акций при их продаже будут существенно выше, а количество покупателей значительно меньше.

ПЧСД должен понимать, что у публичного эмитента не должно быть никаких прав самовольного делистинга своих акций до тех пор, пока в структуре его акционерного капитала присутствуют миноритарные акционеры! Если же мажоритарный акционер хочет, чтобы ценные бумаги его компании прекратили торговаться, действующее законодательство предоставляет для этого возможность. Она достаточно четко отражена в статье 84 закона «Об акционерных обществах»: серией последовательных оферт мажоритарный акционер доводит свою долю владения до 95%, после чего у него появляется право принудительного выкупа оставшихся долей у миноритариев. Собрав 100% и полностью консолидировав компанию, можно провести делистинг. Важно, что в этом случае не нарушаются ничьи права, так как к моменту делистинга миноритарных акционеров в компании уже нет. Излишне говорить, что предшествующие процедуры (оферты) должны проводиться в строгом соответствии с законодательством, а их параметры (цены оферт и выкупа) должны соответствовать справедливой оценке бизнеса (тому, как это обеспечить, будет посвящен отдельный раздел). Вступившие в силу поправки к статье 75 закона «Об акционерных обществах», позволяющие несогласным акционерам в случае принятия решения общим собранием акционеров о делистинге требовать от общества выкупа своих акций, содержат один неприятный нюанс. Цена выкупа таких акций обществом не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев, предшествующих дате принятия решения о проведении общего собрания акционеров, в повестку дня которого включен вопрос об обращении с заявлением о делистинге акций общества. В этом случае вполне может реализоваться сценарий, когда, проводя через биржу договорные сделки больших партий бумаг по заведомо заниженной цене, эмитент может существенно исказить (занизить) цену выкупа акций у акционеров. И это не говоря уже о том, что котировки акций могут не учитывать в полной мере экономические показатели деятельности компании, а значит, акционеры, купившие ценные бумаги в расчете на обоснованный рост курсовой стоимости, могут остаться ни с чем.

К сожалению, в действующем законодательстве существует абсолютно законная лазейка для делистинга эмитентом своих акций без каких-либо серьезных последствий. Речь идет о конвертации имеющегося

выпуска акций в новые ценные бумаги с иным номиналом. Сейчас у акционерного общества в рамках данной процедуры нет никаких обязательств по листингу нового выпуска, даже если старый выпуск обращался на бирже. Этим и пользуются компании, пытающиеся прекратить обращение своих акций на организованных торгах. Излишне говорить о том, что ПЧСД в такой ситуации должен немедленно инициировать вопрос о выводе акций нового выпуска на фондовую биржу.

ПЧСД должен поддержать предложение о выпуске депозитарных расписок на акции для обращения на зарубежных площадках, так как рост ликвидности и расширение круга участников способствует росту капитализации общества. Обязательным условием организации зарубежного обращения акций является сохранение локального рынка акций, чтобы не допустить дискриминации прав отечественных акционеров.

2.2 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Осознавать, что право свободного распоряжения акциями общества является одним из ключевых прав, вытекающих из природы организации открытого акционерного общества, закрепленных законодательно. Ограничения и препятствия, накладываемые на владельца акций, несовместимы с сущностью открытого акционерного общества.
- При наличии миноритарных акционеров вынести на рассмотрение совета директоров общества (впоследствии собрания акционеров) вопрос об организации вторичного обращения акций на бирже.
- Добиваться того, чтобы ценные бумаги общества прошли процедуру листинга на бирже.
- Голосовать «против» по любым предложениям о прекращении обращения акций общества на организованных торгах до тех пор, пока в структуре его акционерного капитала присутствуют миноритарные акционеры.





Глава 3. Особенности разделения компетенций между органами управления обществом. Роль совета директоров в управлении акционерным обществом

3.1 Почему важно иметь в обществе профессиональный совет директоров

Вопрос о разделении полномочий органов управления акционерным обществом является одним из важнейших для его нормального функционирования. Диспозитивные нормы, содержащиеся в законодательстве, позволяют достаточно гибко выстроить схему управления, и, как следствие, наделить различным объемом полномочий органы управления акционерного общества.

Высшим органом управления является общее собрание акционеров, именно акционеры вкладывают деньги и принимают на себя риск потери вложенной суммы; логично, что именно они являются истинными хозяевами акционерного общества. На общем собрании акционеров по итогам года, помимо важных корпоративных процедур, рассматривается отчет совета директоров и исполнительного менеджмента перед акционерами. Законодательство определяет компетенцию общего собрания акционеров, куда выносятся основные вопросы. Первая группа – формирование органов управления и контроля деятельности общества (избрание совета директоров, аудитора, ревизора). Вторая группа – утверждение итогов работы общества (годовой отчет, отчетность и пр.). Третья группа – корпоративные процедуры, связанные с акционерным капиталом (распределение прибыли и решение по дивидендам, дополнительные эмиссии, реорганизации и др.). Четвертая группа – утверждение и изменение внутренних документов общества.

Тем не менее, несмотря на ключевой характер рассматриваемых собранием вопросов (что подтверждает его статус как высшего органа управления акционерным обществом), на практике на долю собрания акционеров отводится в большей степени формальная – функция утверждение решений, подготовленных советом директоров. **Именно усиление роли совета директоров как более гибкой конструкции при управлении акционерным обществом является мировой тенденцией и Россия здесь не исключение. Именно поэтому для акционерного общества крайне необходимо иметь профессиональный совет директоров, хорошо разбирающийся не только в вопросах стратегии развития общества, но и в нюансах корпоративного управления. Данное обстоятельство придает работе профессионального члена совета директоров максимальную ценность.**

3.2 Общее собрание акционеров и совет директоров: особенности разделения компетенций

Ниже приведены основные моменты, определяющие роль совета директоров в акционерном обществе.

- Повестка дня общего собрания акционеров формируется советом директоров общества, в том числе предлагаются формулировки по вопросам, относящимся к исключительной компетенции собрания. Также совет директоров вправе включать в повестку дня общего собрания акционеров вопросы по своему усмотрению помимо вопросов, предложенных акционерами. Таким образом, во многом от корректности формулировок зависит корректность решения, принятого акционерами. Более того, совет директоров вправе включать кандидатов в список кандидатур по своему усмотрению в случае отсутствия или недостаточного количества кандидатов, предложенных акционерами для образования соответствующего органа. При формировании повестки следует учитывать, что законодательством установлен закрытый перечень причин, по которым совет директоров может отказать во включении в повестку дня предложений от акционеров.
- Совет директоров может являться инициатором созыва внеочередного собрания акционеров. Во избежание конфликта интересов акции, принадлежащие членам совета директоров, не могут участвовать в голосовании при избрании ревизора.
- Собрание акционеров не вправе принимать решения по вопросам, не включенным в повестку дня, не отнесенным к его компетенции, а также изменять повестку дня собрания. Согласно законодательству компетенция общего собрания акционеров определена в статье 48 закона «Об акционерных обществах». Оговорка, согласно которой в компетенцию собрания акционеров входят «иные вопросы, предусмотренные настоящим законом», означает, что перечень вопросов, относящихся к компетенции общего собрания акционеров, является **закрытым**.
- Существует перечень вопросов, которые могут быть включены в повестку собрания акционеров только по предложению совета директоров, если на основании диспозитивной нормы, содержащейся в пункте 3 статьи 49 закона «Об акционерных обществах», уставом общества не установлено иное. То есть если уставом не оговорены возможности для акционеров вносить предложения по данному кругу вопросов (изменения в устав, реорганизация, ликвидация, приобретение обществом размещенных акций), то это, с одной

стороны, ограничивает возможности акционеров, участвующих в собрании акционеров, но, с другой стороны, существенно повышает значение совета директоров в обществе и меру его ответственности. Сюда относится, в частности, такой важный вопрос как определение размера дивидендов. **Общее собрание акционеров не может изменить размер дивидендов, рекомендованный советом директоров, оно может либо принять рекомендацию совета директоров, либо, проголосовав «против», вообще отказаться от выплаты дивидендов. Иными словами, предложения совета директоров, по сути, являются не рекомендацией, а формой требования к собранию акционеров. Формально решение будет принято общим собранием акционеров, но его истинной подоплекой станет именно рекомендация совета директоров общества.** Особенно важным это представляется в обществе, где наряду с обыкновенными акциями есть и привилегированные акции.

Акционеры - владельцы обыкновенных акций всегда имеют право голоса, например, в случае недовольства предложенными дивидендами они могут проголосовать против вынесенной рекомендации, а также выразить свое отношение при формировании совета директоров общества. Владелец привилегированных акций в общем случае лишены голоса при утверждении дивидендов, определенных в их отношении уставом, им придется бессильно наблюдать возможное нарушение своих прав, а также воспринять выбранный совет директоров общества как данность.

- Законодательством предусмотрен принцип альтернативной компетенции. Это означает, что решение ряда вопросов может быть передано от собрания акционеров к совету директоров (размещение облигаций, приобретение обществом акций, порядок образования исполнительных органов общества, порядок увеличения уставного капитала путем размещения дополнительных акций).
- Исключительную важность представляет компетенция совета директоров при определении цены размещения дополнительных акций. Такое размещение должно проводиться по рыночной цене. Термин «рыночная цена» является весьма важным понятием

закона «Об акционерных обществах». Статья 38 гласит, что «оплата эмиссионных ценных бумаг осуществляется по цене, определяемой советом директоров в соответствии со статьей 77 закона». Данной статьей предусматривается, что совет директоров общества, устанавливая цену размещения эмиссионных ценных бумаг, должен руководствоваться рыночной стоимостью. При ее определении законодательство дает право совету директоров воспользоваться помощью независимого оценщика, но при этом он не должен делать это в обязательном порядке. **Таким образом, при определении цены акции в рамках дополнительной эмиссии, совет директоров компании получает полную свободу действий и, как следствие, несет полную ответственность за установление этой цены.**

Как уже отмечалось, базовый перечень вопросов, относящийся к компетенции собрания акционеров, может быть значительно сокращен, а компетенция совета директоров, наоборот, существенно расширена. Обратное перераспределение полномочий в пользу общего собрания акционеров может произойти в случае непринятия соответствующих решений советом директоров (например, одобрение крупной сделки и ряд других вопросов). Кроме того, полномочия совета директоров автоматически ограничиваются, если общество получило добровольное или обязательное предложение о приобретении акций. При этом императивная норма закона «Об акционерных обществах» во избежание конфликта интересов предписывает переход права принятия решений по определенному кругу вопросов в компетенцию общего собрания акционеров.

Что касается состава совета директоров как органа управления обществом, безусловно, следует стремиться к тому, чтобы в нем работали ПЧСД; во избежание конфликта интересов необходимо свести к минимуму присутствие в нем представителей исполнительного менеджмента.

Достаточно важным представляется и вопрос разделения компетенций между советом директоров и исполнительными органами общества. Совет директоров в целом отвечает за выработку стратегии развития общества, в то время как исполнительные органы отвечают

за воплощение этой стратегии в жизнь. **В этой связи категорически неприемлемым является перекладывание на совет директоров вопросов, связанных с оперативной деятельностью. Данная сфера является предметом исключительной компетенции исполнительных органов общества.** Совет директоров осуществляет функцию контроля выполнения принятых решений, а также изучает обратную связь о качестве работы исполнительных органов общества в разрезе персоналий. Данное обстоятельство представляется весьма важным с точки зрения кадрового наполнения исполнительных органов. В этой связи, а также принимая во внимание традиционно большой объем оперативной деятельности, **ПЧСД должен выступать за формирование коллегиального исполнительного органа в обществе. При этом внимание совета директоров должно быть обращено не только на достижение менеджментом общества поставленных задач, но и на персональное качество работы членов исполнительных органов общества.** Для этих целей необходимо изучать протоколы заседаний коллегиального исполнительного органа общества и на основе их анализа давать оценку качества работы его членов. **При необходимости ПЧСД должен ставить вопрос о количественном и качественном укреплении исполнительных органов общества. Перенос вопросов, связанных с решением оперативной деятельности общества, в совет директоров является недопустимым.**

3.3 Страхование ответственности членов совета директоров общества

Даже самый профессиональный совет директоров акционерного общества не застрахован от ошибок. ПЧСД может рекомендовать совету директоров общества застраховать ответственность. Стоит отметить, что страхование ответственности снижает бдительность членов совета директоров. Однако современная практика показывает, что и без того многие относятся к работе в совете директоров как к механистическому процессу, совершенно не отдавая себе отчет о последствиях принимаемых решений. При наличии страховки у акционеров будет возможность возместить хотя бы часть убытков, вызванных принятием непродуманных решений.

3.4 Подготовка к проведению собрания акционеров. Дата закрытия реестра для участия в общем собрании акционеров. Выбор регистратора общества

Собрание акционеров для миноритариев является едва ли не единственной возможностью получения информации о деятельности общества из «первых рук», поэтому рекомендуется личное присутствие на собрании представителей органов управления обществом, в том числе ПЧСД. Должен быть осуществлен максимально удобный порядок проведения общего собрания: время, место, простота реализации акционером права на участие в управлении обществом.

Также весьма важным моментом является дата закрытия реестра для участия в собрании акционеров. Законодательство вводит общие требования к определению такой даты. Однако следует помнить, что акционеры должны быть поставлены в комфортное положение при подготовке к собранию с тем, чтобы, обладая всей необходимой информацией, грамотно и без помех реализовать свое право на участие в управлении обществом (право голоса) с учетом повестки дня собрания акционеров. Поэтому рекомендуется закрывать реестр для участия в общем собрании максимально комфортно для акционеров. Чем меньше дней отделяет дату объявления повестки дня общего собрания акционеров и дату закрытия реестра, тем менее удобным это является для акционеров общества.

При выборе регистратора общества ПЧСД должен обратить внимание как на качество услуг, так и на его тарифы. Акционеры общества должны иметь возможность оперативно и без особых затрат проводить операции с принадлежащими им акциями. Тарифы не должны носить запретительный характер, а режим работы регистратора должен быть комфортным для акционеров.

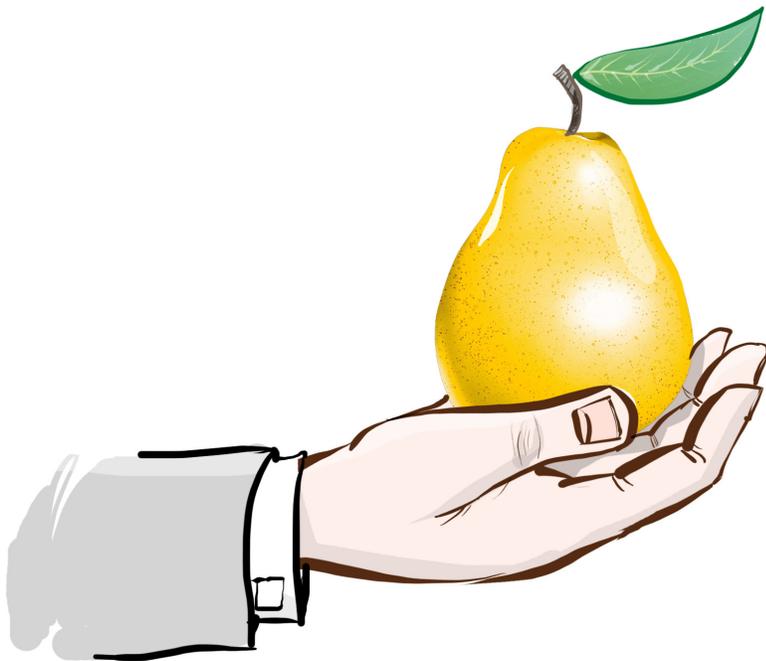
3.5 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- На основании внутренних документов общества и закона «Об акционерных обществах» четко определить компетенции органов

управления – общего собрания акционеров, совета директоров, исполнительного органа общества.

- Оценить соблюдение их в повседневной работе общества, обратить внимание совета директоров общества на выявленные несоответствия.
- Вынести предложения по оптимизации распределения компетенций и закреплению их во внутренних документах общества (см. главу 10).
- Быть открытым к общению с акционерами общества, посещать собрания акционеров, проводящиеся в форме совместного присутствия.





Глава 4. Случаи корпоративных реорганизаций и принудительный выкуп миноритарных долей

4.1 Определение коэффициентов конвертации и цен выкупа акций при проведении реорганизации общества: возможные злоупотребления и ошибки

Вопрос о коэффициентах конвертации и ценах выкупа является одним из важнейших при проведении реорганизации акционерного общества.

Напомним, что согласно закону «Об акционерных обществах» реорганизация общества сопровождается выкупом обыкновенных и привилегированных акций у несогласных акционеров. **Выкуп**

обыкновенных и привилегированных акций по разным ценам является грубым нарушением прав акционеров. Как следствие, таким же нарушением является практика, когда для привилегированных акций в ходе присоединения компаний устанавливаются коэффициенты конвертации, отличающиеся от обыкновенных акций. Представляется весьма важным заострить внимание на этом вопросе, ибо советы директоров достаточно часто совершают подобные ошибки.

Одно из оснований для установления единой цены выкупа (и единых коэффициентов конвертации) содержится в пункте 1 статьи 75 закона «Об акционерных обществах», в котором установлено, что требовать выкупа вправе в равной степени все владельцы голосующих акций (а по вопросу реорганизации голосуют владельцы всех типов акций). Для этих целей составляется единый список лиц, владеющих голосующими акциями и имеющих право требовать их выкупа. Таким образом, закон «Об акционерных обществах» при выкупе акций у акционеров **не делает различия** между владельцами обыкновенных и привилегированных акций. Применяется **один критерий – голосующие акции, соответственно, и цена выкупа подразумевается единая. При этом привилегированные акции являются голосующими наравне с обыкновенными в вопросах реорганизации общества в соответствии с пунктом 4 статьи 32 закона «Об акционерных обществах».**

Для владельцев акций с одинаковым объемом прав по вопросам реорганизации общества в результате выкупа должны наступать одинаковые правовые последствия в виде одинаковой цены выкупа акций, что следует из пункта 1 статьи 2 закона «Об акционерных обществах», устанавливающего принцип имущественного равенства всех акционеров общества, имеющих одинаковые права по отношению к обществу.

Зачастую совет директоров общества вводится в заблуждение оценщиками. Но если оценщик не понимает природы формирования цен привилегированных акций (как показывает практика, для него – это некая «заданная сверху субстанция», в оправдание которой могут приводиться самые разнообразные вещи: дисконт за ликвидность,

объем оцениваемого пакета и т.д., то есть все что угодно, кроме устава компании, где четко прописаны права владельцев акций, в том числе на дивиденды и ликвидационную стоимость), то советы директоров **обязаны исправлять** такие ошибки.

Тем не менее, советы директоров очень часто принимают за основу коэффициенты конвертации и цены выкупа, посчитанные оценщиком. А ведь из закона «Об акционерных обществах» четко следует, что **цены оценщика служат не истиной в последней инстанции – отклонение цены допускается, но только в сторону повышения. Фактически, цены оценщика являются минимально возможными ценами выкупа.**

Требования закона о привлечении оценщика при определенных корпоративных процедурах существуют для того, чтобы в случае заинтересованности (мажоритарного акционера и, как следствие, избранных им членов совета директоров) в занижении коэффициентов конвертации и/или цен выкупа гарантировать минимум цены другим акционерам. Цены оценщика – это минимальная защита акционеров от недобросовестных действий совета директоров. При этом оценщик может находиться в сговоре с заинтересованными членами совета директоров общества с целью занижения цены выкупа, однако даже у самого некомпетентного оценщика существует ценовой предел, ниже которого он не готов рисковать своей репутацией.

Таким образом, смысл данной нормы заключается в том, что оценщик нужен не столько совету директоров (они хорошо знают стоимость акций общества, в частности, для целей дополнительной эмиссии совет директоров определяет цены и согласно закону обязательного привлечения оценщика не требуется), сколько миноритарным акционерам. **Это их гарантия минимума, а не способ определения цены для совета директоров.**

4.2 Добровольные и обязательные предложения: возможные злоупотребления и ошибки

Одним из наиболее распространенных нарушений является ущемление прав акционеров при реорганизации общества

и принудительном выкупе миноритарных долей мажоритарным акционером по заниженным ценам. Подобные нарушения являются весьма болезненными, так как в данном случае речь идет об утрате миноритарными акционерами против собственной воли своих долей в бизнесе. По сути, это является воровством собственности мажоритарным акционером у миноритарных.

К сожалению, привычными стали случаи, когда при принудительном выкупе компания оценивается ниже балансовой стоимости или в две-три годовых прибыли. Понятно, что «независимый оценщик» сделал все, чтобы уценить объект оценки. В итоге миноритарные акционеры получают несправедливую цену за свои акции практически без шансов опротестовать саму процедуру: доказывать в суде неадекватность отчета оценщика – дело крайне неблагоприятное.

Согласно положениям закона «Об акционерных обществах» цена принудительного выкупа **не может быть ниже рыночной стоимости** ценных бумаг, определенной независимым оценщиком. В этой связи ПЧСД должен детально ознакомиться с отчетом оценщика, подвергнув его критической оценке. Если выводы оценщика представляются сомнительными и приводят к занижению цены выкупа, ПЧСД должен известить об этом органы управления обществом, а также направить соответствующий запрос в регулирующий орган, обратив его внимание на несправедливость цены принудительного выкупа. Также необходимо приложить все усилия для определения адекватной оценки рыночной стоимости акции (например, путем проведения повторной оценки иным авторитетным оценщиком или собственными доказательствами на основании показателей работы общества).

Если добровольное или обязательное предложение не сопровождается принудительным выкупом (при пересечении порогов владения в 30, 50 и 75%), то следует обратить внимание на действия совета директоров после получения обществом такого предложения. В этой ситуации в обязанности совета директоров входит рассмотрение и выработка рекомендаций в отношении полученного предложения, включая оценку предложенной цены приобретаемых ценных бумаг и возможного изменения их рыночной стоимости после приобретения, оценку планов лица, направившего такое предложение, в отношении общества,

в том числе в отношении его работников. **Иными словами, совету директоров предлагается дать мотивированное заключение акционерам относительно выгоды для них направленного предложения. Для этого необходимо оценить текущую ситуацию в обществе, дать прогноз развития общества как без учета поступившего предложения, так и с его учетом, и выбрать лучший из имеющихся вариантов.** Такие действия совета директоров должны быть свободны от личной заинтересованности, симпатий или антипатий. Основным критерием становится максимум стоимости, который можно получить, выбрав один из имеющихся вариантов. Если совет директоров придет к выводу о том, что поступившее предложение не учитывает перспектив развития компании или в полной мере синергетического эффекта, который получит лицо, направившее такое предложение, то в этом случае совет директоров обязан выразить отрицательное отношение к поступившему предложению. Кроме того, действуя в интересах акционеров, совет директоров может вступить в переговоры с данным лицом об улучшении цены предложения, а также создать условия для направления конкурирующего предложения (предложений) о приобретении акций общества по более высокой цене. **В этой связи категорически неприемлем механистический подход, то есть автоматическое положительное заключение, невзирая на предложенную цену.**

Также весьма важным представляется соответствие сделанного предложения требованиям закона «Об акционерных обществах»: необходимо убедиться, что сделанное предложение ставит всех акционеров общества в равные права относительно распоряжения собственными акциями.

На практике очень часто встречаются ситуации, когда лицо, приобретающее акции общества, пересекает установленные законодательством пороги владения (30, 50, 75 и 95%), стараясь при этом избежать оферты миноритарным акционерам. Как известно, законодательство предусматривает закрытый перечень ситуаций, освобождающих лицо от необходимости выставить оферту. **ПЧСД должен добиваться четкого выполнения данной нормы закона и противодействовать**

искусственному структурированию сделки с целью избежать обязательств по выставлению оферты. В этой связи особое внимание следует обратить на степень аффилированности сторон, консолидирующих акции общества, а также на попытки преодолеть пороговые значения искусственным путем, например, с помощью допэмиссии в ходе реализации своего преимущественного права или выкупа обществом акций.

Серьезного внимания заслуживает и цена обязательного предложения. Для биржевых бумаг она не может быть ниже средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате направления предложения в регулирующий орган. Для необращающихся ценных бумаг цена предложения не может быть ниже рыночной цены, определенной независимым оценщиком. В обоих случаях существуют возможности злоупотребления со стороны лица, направившего предложение, касающиеся влияния на цену. Для биржевых бумаг создается возможность манипулирования средневзвешенной ценой путем проведения через организатора торговли фиктивных сделок с большими объемами ценных бумаг по ценам, значительно отклоняющимся от цен вторичного рынка. При привлечении оценщика таких возможностей еще больше, ибо заказчиком отчета об оценке является заинтересованное лицо, направившее обязательное предложение.

Законом также определено, что цена обязательного предложения не может быть ниже наибольшей цены, по которой лицо, направившее обязательное предложение, приобрело либо взяло на себя обязанность приобрести соответствующие ценные бумаги в течение предыдущих шести месяцев. Это означает, что на практике не должно быть никакого дисконта между ценой обязательного предложения и максимальной ценой, по которой крупным акционером наращивался пакет за последние полгода. На практике, к сожалению, часто встречаются случаи, когда более низкую цену обязательного предложения пытаются обусловить величиной приобретаемого пакета (так называемая, «премия за контроль») или иными надуманными причинами. **С точки зрения экономики, размер дохода на одну акцию не должен зависеть от того, является она частью крупного пакета или нет. Изменение курсовой стоимости, размер дивидендов, нераспределенная**

прибыль – все эти показатели одинаковы в пересчете на одну акцию и не зависят от того, входит акция в крупный пакет или нет.

Во всех перечисленных случаях ПЧСД максимально внимательно должен отнестись к цене обязательного предложения. При наличии вышеописанных признаков злоупотребления, ПЧСД обязан незамедлительно публично проинформировать об этом акционеров, совет директоров общества, а также регулирующий орган.

4.3 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Осознавать, что стоимость акции общества определяется советом директоров, а не оценщиком. Цена акции, определяемая оценщиком, – это защита прав миноритариев, тот минимум цены, на который они могут рассчитывать.
- Необходимо понимать и отстаивать принцип, что при корпоративных реорганизациях и офертах равенство вкладов в капитал общества обеспечивает равенство экономического результата, приходящегося на этот вклад, и, как следствие, равенство цен акций (обыкновенных и привилегированных).
- Всегда действовать в интересах всех текущих акционеров общества. При реорганизациях и офертах необходимо добиваться лучших условий акционерам общества, причем как остающимся, так и уходящим. Выявлять и пресекать факты манипулирования, направленные на искажение цен обязательных оферт.
- Препятствовать искусственным способам уклонения от требований закона «Об акционерных обществах» в части обязательных оферт. Держать в фокусе суть, а не форму.





Глава 5. Права акционеров

5.1 Характеристика базовых прав акционеров-владельцев обыкновенных акций

Вопрос о правах акционеров в акционерном обществе является одним из ключевых в рамках корпоративного управления. Более того, гармоничное сосуществование разных акционеров в обществе во многом и определяет уровень корпоративного управления.

Следует отметить тот факт, что право собственности на имущество акционерного общества не принадлежит **полностью** крупнейшему акционеру или акционеру, владеющему контрольным пакетом. Принципы работы акционерного общества базируются на совместном владении бизнесом большим количеством акционеров. Это юридическая конструкция, которая развивается сотни лет и впитала опыт огромного количества различных деловых ситуаций. Наличие большого количества независимых акционеров (собственников) акционерного общества – один из основных отличительных признаков

данной организационно-правовой формы. Поэтому отсутствие единого собственника не означает отсутствие собственников в принципе. Бесмысленно отрицать тот факт, что, владея разным количеством акций, акционеры могут оказывать разное влияние на деятельность компании. Более того, законодательство предусматривает возникновение ряда прав акционеров после того, как их доли превысят определенные пороговые значения. Но наличие дополнительных прав у крупных акционеров вовсе не исключает миноритарных акционеров из состава совладельцев бизнеса. **Большая доля акций – это не возможность принять решение в свою пользу, а лишь возможность принять решение, которое будет распространяться на всех. Каждый из акционеров, независимо от размера участия, имеет право на все экономические достижения акционерного общества пропорционально своей доле.** То есть создаваемая бизнесом экономическая выгода в расчете на одну акцию должна быть одинаковой независимо от того, частью какого пакета (крупного или мелкого) она является. В современной истории акционерная форма собственности – это оптимальная и жизнеспособная форма, сформированная практикой. Именно такая форма наиболее конкурентна для реализации масштабных проектов и объединения усилий и ресурсов большого числа участников. Также это способ жизни бизнеса, который позволяет существовать в течение длительного временного периода (превышающего срок жизни отдельного человека).

Необходимо различать два понятия: права на саму ценную бумагу и права, вытекающие из владения ценной бумагой. Владелец акции обладает правом собственности на акцию. А уже сама акция дает ему определенные права собственника, предусмотренные законодательством.

Исходя из природы долевого финансового инструмента, акцию как ценную бумагу характеризует базовый объем прав:

- право на участие в управлении акционерным обществом;
- право на долю в прибыли в виде дивидендов;
- право на получение части имущества при ликвидации.

Особо отметим, что акция не дает акционеру право требовать конкретное имущество или его часть. Это имущество принадлежит

обществу и учитывается на его балансе. Зачастую именно здесь возникает непонимание прав акционера: дескать, если нет права собственности на имущество, значит, акция не дает никакого права собственности вообще. Под правом собственности акционера следует понимать право на часть результатов работы общества (дивиденды, имущество при ликвидации), реализуемое путем участия в управлении обществом, а при необходимости – путем защиты в суде.

Помимо базовых прав, определяющих сущность акции как ценной бумаги, имеющей долевою природу (основанную на отношении совладения), законодательство содержит еще целый ряд прав, которыми может воспользоваться владелец акции. Полный перечень этих прав содержит закон «Об акционерных обществах». Среди наиболее важных отметим:

- право свободно распоряжаться своими акциями без согласия общества и других акционеров;
- преимущественное право приобретения акций, размещаемых в рамках дополнительной эмиссии обществом;
- право требовать выкупа обществом принадлежащих акций в случаях, предусмотренных законодательством;
- право получать информацию о деятельности общества и знакомиться с уставом и т.д.

Кроме того, появление ряда прав у акционера ставится в зависимость от его доли в акционерном обществе (созыв внеочередного собрания, выдвижения кандидатов в органы управления обществом и др.). ПЧСД должен следить за тем, чтобы акционеры могли реализовать дополнительно предусмотренные права, а органы управления не чинили им в этом препятствий.

5.2 Характеристика базовых прав акционеров-владельцев привилегированных акций

Соблюдение прав акционеров – владельцев привилегированных акций является одним из наиболее злободневных вопросов в российской практике корпоративного управления. Большое количество нарушений

в этой сфере объясняется низким уровнем понимания природы привилегированных акций и, как следствие, объема и безусловности прав, вытекающих из владения такими инструментами. Наличие в структуре акционерного капитала привилегированных акций не только повышает риски корпоративного управления, но и усложняет корректную оценку акционерного общества как бизнеса. В этой связи **обществу можно рекомендовать воздержаться от выпуска привилегированных акций как инструмента привлечения акционерного капитала, а тем обществам, у которых они уже выпущены, – направить усилия на их ликвидацию** путем выкупа (более сложно технически) или конвертации (такая возможность должна быть предусмотрена уставом общества). Если же по каким-либо причинам ни то, ни другое в короткие сроки сделать невозможно, ПЧСД должен уделить особое внимание голосованию по вопросам, затрагивающим права владельцев привилегированных акций.

Первое, что необходимо понимать, изучая привилегированные акции, – это то, что они, по сути, являются гибридом долгового и долевого инструмента (в отличие от обыкновенных акций, где в основе лежат только отношения совладения). Изначально привилегированные акции появились как способ привлечь финансирование на безвозвратной основе и сохранить расстановку сил, уже сформировавшуюся в бизнесе. Иными словами, акция как бессрочный инструмент не требует возврата средств покупателю (в отличие от облигации или банковского кредита); кроме того, владельцы привилегированных акций не допускались к участию в управлении обществом. Их задачей было предоставить средства (по сути, стать «спящим инвестором»). Но взамен нужно было предложить что-то такое, что стимулировало бы вкладывать средства на таких условиях. Этим «что-то» стала, во-первых, приоритетность выплаты дивидендов (или ликвидационной стоимости) перед владельцами обыкновенных акций; во-вторых, указание на конкретный механизм исчисления данных показателей (что и роднит привилегированные акции с долговыми инструментами). **И, в-третьих, самое важное, но мало кем понимаемое обстоятельство, – безусловность исполнения обязательств по привилегированным акциям при наличии финансовых возможностей. Иными словами, если у общества есть финансовая база для выплат акционерам, обязательства**

по привилегированным акциям должны быть исполнены независимо от воли владельцев обыкновенных акций. Это право нельзя волюнтаристски обменивать на право голоса. Только в том случае, если дела в обществе идут неважно (общество несет убытки, базы для выплат дивидендов по привилегированным акциям нет), владельцы таких акций получают право голоса. Этот механизм позволяет «спящим инвесторам» принять участие в управлении обществом, словно говоря: «Мы доверили владельцам обыкновенных акций все права по управлению обществом и не вмешивались в их деятельность, но раз они не смогли достичь успеха, пришел наш черед вмешаться в ситуацию». **По сути дела, невыплата дивидендов и обретение голоса владельцами привилегированных акций становятся автоматическими событиями, для которых не нужно дополнительное волеизъявление акционеров. У общества нет дилеммы: заплатить дивиденды владельцам привилегированных акций или позволить им голосовать. У общества есть обязанность заплатить дивиденды согласно уставу при наличии финансовой базы и только когда ее нет, привилегированные акции трансформируются в голосующие.** В противном случае, права владельцев привилегированных акций становятся фантомом, а сами акции – пародией на долевою ценную бумагу. Понимание этих фактов поможет ПЧСД принимать юридически корректные решения при голосованиях по вопросам, затрагивающим права владельцев как обыкновенных, так и привилегированных акций.

5.3 Наиболее распространенные случаи нарушения прав акционеров

1. Требования закона «Об акционерных обществах» указывают на необходимость иметь одинаковый номинал всем обыкновенным акциям общества, а также привилегированным акциям общества одного типа (их может быть выпущено несколько). **Авторы Кодекса со своей стороны берутся утверждать, что в акционерном обществе вообще все акции (и обыкновенные, и привилегированные) должны иметь одинаковый номинал, хотя такой императивной нормы не содержится напрямую в законе. Зато она логически вытекает из основного принципа голосования («одна акция – один голос»),**

а также квоты на выпуск привилегированных акций (не более 25% уставного капитала). Если у акций разного типа будет разный номинал, то количество привилегированных акций может оказаться таким, что при совместном голосовании (например, по вопросу реорганизации общества) владельцы привилегированных акций, чья доля в уставном капитале относительно невелика, смогут заблокировать подобные решения. Например, манипулируя номиналами, можно подобрать вариант, при котором небольшой процент привилегированных акций от уставного капитала (но большее их количество в силу меньшего номинала) при голосовании получит права, аналогичные блокирующему или даже контрольному пакету акций. Осознание подобных нелепостей привело к тому, что в настоящий момент среди публичных компаний практически не наблюдается примеров разного номинала обыкновенных и привилегированных акций. Тем не менее, поскольку напрямую подобная норма в законе не прописана (скорее, ее можно прочесть между строк), понимание ПЧСД таких нюансов представляется достаточно важным.

2. В уставе акционерного общества в части привилегированных акций должен быть определен как минимум один из моментов: размер дивиденда и/или ликвидационная стоимость. **Если ни того, ни другого нет, устав общества составлен с нарушениями и подлежит приведению в соответствие с законом «Об акционерных обществах».** Любопытно, но в этом случае, когда впервые в уставе прописывается как минимум один из этих двух показателей, владельцы привилегированных акций не голосуют, хотя формально затрагиваются их права. В этом случае ПЧСД может выступить за вариант определения дивиденда как процента от чистой прибыли (с учетом доли привилегированных акций в уставном капитале), а ликвидационную стоимость определить как номинал привилегированной акции (то есть то, что когда то вложили акционеры при учреждении общества).

3. Дивиденд по привилегированным акциям может быть определен в уставе несколькими способами: в твердой денежной сумме, в процентах от номинала. Размер дивиденда также считается определенным, если уставом общества установлен порядок его определения, то есть,

по сути, описана формула их расчета (на практике, как правило, этот вариант сводится к проценту от чистой прибыли общества). Иными словами, дивиденд считается прописанным корректно, если однозначно понятно, на что может рассчитывать владелец привилегированных акций. **Ключевым термином здесь является понятие определимости дивиденда. Не может считаться корректным определение дивиденда, создающее простор для манипуляции его величиной.** Невозможность однозначно определить дивиденд по привилегированным акциям может привести к нарушению прав как владельцев привилегированных, так и владельцев обыкновенных акций, создавая возможность бесконтрольного распределения чистой прибыли среди одной группы в ущерб другой. Именно поэтому неправильными считаются такие способы определения дивиденда как «не менее (более) ... процентов от номинала», «не менее (более) ... процентов от чистой прибыли общества». Правильными вариантами будут «... процентов от номинала», «... процентов от чистой прибыли общества».

4. Закон предусматривает, что в случае, если уставом не определен размер дивиденда по привилегированным акциям, то он считается равным дивиденду по обыкновенным акциям. Выше уже отмечалось, что если уставом дивиденд никак не определен, это означает, что в обязательном порядке уставом должна быть определена ликвидационная стоимость привилегированной акции. Только в этом случае может использоваться данная норма. Если устав общества не содержит указаний и на ликвидационную стоимость, то он не соответствует законодательству и требует внесения соответствующих изменений (непонятно в таком случае, чем же привилегированная акция отличается от обыкновенной, хотя одна из них дает право голоса, а другая – нет).

5. Если уставом общества предусмотрен порядок определения дивиденда по привилегированной акции в виде процента от чистой прибыли общества, целесообразно предусмотреть ряд моментов. Во-первых, четко определить, в соответствии с какими стандартами бухгалтерского учета рассчитывается эта прибыль. Во-вторых, корректируется ли она на какие-либо статьи (прежде всего, статьи

финансового характера: например, единовременные доходы/расходы, связанные с продажей или переоценкой имущества). В-третьих, необходимо учесть долю привилегированных акций в уставном капитале общества. В частности, можно прописать процент от чистой прибыли при условии, что квота привилегированных акций в уставном капитале будет полностью использована, то есть составит 25%. Если же по факту их окажется выпущено меньше, то и процент чистой прибыли корректируется пропорционально. В противном случае на ограниченный объем выпущенных привилегированных акций может приходиться такой объем чистой прибыли, что выплаты по ним окажутся непропорционально большими по сравнению с вкладом в уставный капитал, а это уже нарушение прав акционеров-владельцев обыкновенных акций.

6. В уставах многих компаний в отношении дивиденда по привилегированным акциям содержится так называемая «защитная оговорка». Суть ее состоит в том, что если дивиденд на одну обыкновенную акцию превышает дивиденд на одну привилегированную, то дивиденд по последней автоматически должен быть доведен до размера дивиденда по обыкновенной акции. **Иными словами, нельзя платить дивиденд на обыкновенную акцию больше, чем на привилегированную.** Напрямую закон не содержит подобной императивной нормы. Однако, по сути, она является таковой. Природа данного утверждения проистекает из императивной нормы, описывающей порядок распределения оставшегося при ликвидации имущества общества пропорционально между владельцами обыкновенных и привилегированных акций.

Дело в том, что отсутствие «защитной оговорки» позволит владельцам обыкновенных акций принимать решения о выплате себе дивидендов на акцию в размере большем, чем на привилегированную. По сути дела, владельцы привилегированных акций лишаются права на собственный капитал общества, что по смыслу противоречит вышеуказанной императивной норме. Этим могут воспользоваться владельцы обыкновенных акций: например, за год до ликвидации общества выплатить себе львиную долю нераспределенной прибыли, а на следующий год принять решение о ликвидации общества.

Естественно, что к этому моменту владельцы привилегированных акций не смогут претендовать на сколько-нибудь серьезные выплаты из имущества, оставшегося при ликвидации, так как накопленная нераспределенная прибыль осядет в карманах «предусмотрительных» владельцев обыкновенных акций.

Указанные последствия противоречат равному вкладу в уставный капитал, сделанному акционерами при учреждении общества, что выражается в равенстве номиналов обыкновенных и привилегированных акций между собой (подробно этот момент рассматривался ранее в этой главе), а значит, доход акционеров-владельцев обыкновенных и привилегированных акций на единицу вложенных средств будет существенно различаться. Это противоречит принципу равной отдачи на капитал: один внесенный рубль владельцем обыкновенной акций не может быть оценен выше, чем рубль, внесенный владельцем привилегированной акции. Если же такая оговорка в уставе есть, то владельцы привилегированных акций защищены от досрочного несправедливого перераспределения накопленной нераспределенной прибыли. В этом случае, владельцы привилегированных акций имеют гарантированное право на долю в собственном капитале общества: либо через выплаты как минимум одинаковых периодических дивидендов, либо при ликвидации общества пропорционально своей доле в капитале. В большинстве уставов такая оговорка встречается, однако там, где ее нет, ПЧСД должен инициировать вопрос о внесении необходимых изменений в устав.

7. Как уже отмечалось выше, одним из важнейших прав, характеризующих привилегированные акции как ценные бумаги, является **безусловность исполнения обязательств по ним при наличии финансовых возможностей.** Иными словами, если у общества есть финансовая база для выплат акционерам, обязательства по привилегированным акциям должны быть исполнены независимо от воли владельцев обыкновенных акций. В этой ситуации ПЧСД обязан голосовать за решение о выплате дивидендов по привилегированным акциям. Собрание акционеров может и не принять рекомендацию совета директоров по дивидендам, полностью отказавшись от их выплаты. Такое решение

нарушит права акционеров-владельцев привилегированных акций. В настоящий момент российские суды, не разобравшись в сути привилегированных акций как инструмента, занимают иную позицию, считая основным фактором выплаты дивидендов решение общего собрания акционеров. Однако по смыслу эта логика является неверной. **Право на получение дивидендов по привилегированным акциям является безусловным, вытекающим из природы привилегированной акции, и не может быть поставлено ниже волюнтаристского решения собрания акционеров, голосовать на котором по данному вопросу будут владельцы обыкновенных акций, по определению имеющие серьезный конфликт интересов (средства останутся в обществе и в будущем при ликвидации подлежат пропорциональному распределению между акционерами-владельцами всех категорий акций, в том числе и обыкновенных).** В частности, в год, когда чистая прибыль общества покажется владельцам обыкновенных акций достаточно высокой, ими может быть принято решение не платить дивиденды по привилегированным акциям: дескать, пусть год голосуют, затем обязательство общества по выплате им дивидендов за отчетный период прекратится, а деньги останутся в компании. Подобная практика может привести к тому, что при появлении каких-либо причин владельцы привилегированных акций не будут получать никаких выплат, что нарушает базовое право акционера на получение части прибыли в виде дивидендов и разрывает взаимосвязь стоимости акции и экономических результатов деятельности общества. В этих условиях выплата дивидендов по привилегированным акциям вместо коммерческих взаимоотношений, основанных на договоренности акционеров и закрепленных в уставе общества, трансформируется в некоммерческие взаимоотношения, основанные на доброй воле акционеров-владельцев обыкновенных акций, то есть, по сути, превращается с их стороны в благотворительность. **Физический смысл разделения акций по типам и специфика реализации базовых прав по ним имеют приоритет перед субъективными решениями органов управления обществом.** В развитие предыдущего пункта стоит отметить, что если в прошлом общество нарушало права владельцев привилегированных акций,

не выплачивая дивиденды в полном объеме, ПЧСД обязан поставить вопрос о выплате таких дивидендов по итогам предыдущих периодов и недопущении подобной практике впредь.

8. В уставе общества может быть прописана ликвидационная стоимость привилегированной акции (в твердой денежной сумме или в процентах от номинала). Напомним, что императивной нормой закона «Об акционерных обществах» установлен четкий порядок распределения имущества ликвидируемого общества. Сначала общество обязано выкупить акции, предъявленные ему в соответствии со статьей 75 закона; затем производятся выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям и определенной уставом общества ликвидационной стоимости по привилегированным акциям, и только после этого оставшаяся часть имущества распределяется пропорционально между всеми владельцами обыкновенных и привилегированных акций. Мы видим, что перед тем, как владельцы обыкновенных акций смогут претендовать на свою часть имущества, владельцам привилегированных акций возвращается ликвидационная стоимость (если она прописана в уставе); как правило, это номинал, то есть то, что когда-то при учреждении общества они внесли в уставный капитал (еще одна привилегия перед владельцами обыкновенных акций). Но и потом владельцы привилегированных акций претендуют на оставшееся имущество наряду с владельцами обыкновенных акций. Таким образом, привилегированные акции при ликвидации общества принимают участие сразу на двух уровнях распределения имущества. **Из этого следует, что понятие ликвидационной стоимости не тождественно понятию стоимости оставшегося имущества при ликвидации.** Первый термин касается только владельцев привилегированных акций и может быть прописан в уставе. Второй термин относится к владельцам обоих типов акций и носит, по сути, императивный характер.

9. Выше уже отмечались безусловность и бессрочность обязательства общества заплатить дивиденды по привилегированным акциям при наличии финансовой базы. Однако здесь возникает вопрос: для чего законодательство вводит понятие кумулятивных привилегированных акций, если, исходя из природы

данного инструмента, происходит накопление обязательств по дивидендам? Чтобы ответить на него, вспомним, что общество может и не получить прибыль в отчетном периоде, а также тот факт, что дивиденд по привилегированным акциям может быть прописан в уставе несколькими способами.

Если дивиденд определяется с помощью специального механизма (процент от чистой прибыли), то все просто: есть прибыль – дивиденды выплачиваются автоматически; при этом невыплата дивидендов в такой ситуации является нарушением и делает привилегированные акции «кумулятивными» автоматически, в силу природы возникшего обязательства. В этом случае в уставе нет смысла наделять их дополнительным свойством кумулятивных. Если же базы для выплаты в отчетном периоде не возникло, то никакие дивиденды не выплачиваются (в противном случае, это будет уже нарушением прав владельцев обыкновенных акций), а сами привилегированные акции становятся голосующими. Традиционное понятие кумулятивности здесь не применяется.

Иная ситуация может сложиться, если дивиденд прописан в виде фиксированной суммы или процента от номинала. В такой ситуации их выплата уже зависит не только от финансовой базы текущего года, но и от того, определены ли такие привилегированные акции в уставе как кумулятивные. При наличии финансовой базы, как и в предыдущем случае, возникает безусловное обязательство выплатить дивиденды по привилегированным акциям, а их невыплата будет являться нарушением прав акционеров-владельцев привилегированных акций. Если же обществом получен убыток, то возможны два варианта. Некумулятивные привилегированные акции дивидендов не получают вне зависимости от механизма определения дивидендов; более того, исчезает безусловность обязательства по выплате дивидендов в отчетном периоде (по аналогии с предыдущим примером), и акции становятся голосующими. Особо отметим, что выплата дивидендов по привилегированным акциям в этом случае будет рассматриваться как нарушение прав владельцев обыкновенных акций.

Кумулятивные же привилегированные акции будут претендовать на выплату дивидендов в такой ситуации, несмотря на убыток

в отчетном периоде. Эти дивиденды могут быть выплачены либо из нераспределенной прибыли или средств резервного фонда в отчетном периоде, либо в следующем отчетном периоде, когда обществом будет получен положительный финансовый результат. До момента выплаты дивидендов кумулятивные привилегированные акции автоматически получают статус голосующих.

В целом можно сделать вывод о том, что **наличие привилегированных акций значительно усложняет структуру акционерного капитала, повышает риски корпоративного управления с точки зрения принятия неверных решений, способных нарушить права акционеров (причем владельцев как обыкновенных, так и привилегированных акций), а также затрудняет корректную рыночную оценку акций компании.** В этой связи обществу лучше воздерживаться от эмиссии привилегированных акций (зачастую это еще и достаточно дорогой инструмент для привлечения капитала), а тем обществам, которые уже имеют в обращении привилегированные акции, – предпринять все меры для их ликвидации (правильнее всего – путем конвертации в обыкновенные акции общества в соотношении 1:1).

5.4 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Проверить корректность всех внутренних документов общества на предмет соблюдения прав владельцев обыкновенных и привилегированных акций. Инициировать необходимые процедуры в случаях выявления несоответствий.
- Необходимо понимать физический смысл прав владельцев обыкновенных и привилегированных акций. Внимательно следить за соблюдением этих прав как в течение жизни общества, так и в момент ликвидации.





Глава 6. Казначейские и квазиказначейские акции

6.1 Казначейские акции

Под казначейскими акциями понимают размещенные акции, находящиеся в собственности их эмитента. Акции, право собственности на которые перешло к обществу, не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Действующее законодательство предусматривает лишь один способ, которым общество может распорядиться этими акциями, – продажа по цене не ниже рыночной стоимости и не позднее года после приобретения. В противном случае общество обязано принять решение об уменьшении уставного капитала с погашением соответствующих акций. Общество не вправе передавать собственные акции в залог, отчуждать их безвозмездно или ниже рыночной стоимости.

Законодательство допускает, что вопросы распоряжения казначейскими акциями могут быть отнесены как к компетенции совета директоров, так и собрания акционеров общества,

поэтому в силу важности данного вопроса необходимо дополнительно закрепить соответствующие положения в уставе общества. Дополнительно следует отметить, что продажа акций с баланса общества по цене ниже номинальной является неправильным действием, так как дополнительная эмиссия акций по цене ниже номинала (аналогичная по сути операция) запрещена законодательно.

Появление казначейских акций на балансе общества приводит к тому, что размер собственного капитала уменьшается на размер средств, потраченных на приобретение этих акций. Это находит соответствующее отражение в расчете размера собственного капитала компании.

Казначейские акции могут появиться в обществе в результате следующих действий:

1. Обязательные. Законодательство предусматривает возможность для акционеров предъявить обществу к выкупу его акции, а общество обязано их выкупить. Также собственные акции могут оказаться на балансе общества при неполном размещении акций при учреждении, а также в результате корпоративных действий (слияний, поглощений и пр.).

2. Добровольные. Выкуп акций производится по решению органов управления обществом в рамках МУАК (подробнее об этом см. главу 1).

Выкупленные обществом акции попадают на его баланс и подлежат продаже в течение года, либо погашению. **Правильная позиция ПЧСД заключается в том, что к вопросам реализации казначейских акций, независимо от способа их попадания на баланс общества, необходимо подходить в строгом соответствии с принятой в обществе МУАК. Это означает, что в большинстве случаев наиболее эффективным решением будет погашение выкупленных обществом акций.** Перепродажа казначейских акций с баланса может рассматриваться только как альтернатива допэмиссии (более экономный ее вариант в короткие сроки). В противном случае природа данной сделки будет носить спекулятивный характер, а спекуляция собственными акциями не может являться целью деятельности общества. На определение судьбы казначейских акций у совета директоров общества есть один год.

Особо отметим, что не может получить одобрения перепродажа акций так называемому «стратегическому инвестору», да еще по льготной цене. Общество не может со 100% гарантией понимать размер будущих выгод от его прихода. Совет директоров должен исходить из того, что для общества, в первую очередь, важен размер средств, которые поступят в его распоряжение, а не источник этих средств; таким образом, акции должны реализовываться максимально публично и среди неограниченного круга лиц. Единственным преимуществом со стороны стратегического инвестора для целей гарантированного приобретения им пакета акций может быть более высокая цена. Только сам стратегический инвестор имеет максимальную информацию о своих возможностях и реальных планах, поэтому только он может максимально точно оценить ту выгоду, которую получит общество от его прихода, и, как следствие, только он может определить предельную цену акции, по которой готов приобретать крупный пакет акций. Отсюда логично следует, что цена размещения стратегическому инвестору может быть либо рыночной, либо выше рыночной, то есть **у цены может быть надбавка, но не может быть скидки.**

6.2 Квазиказначейские акции

Квазиказначейские акции могут образоваться в обществе также двумя основными способами.

Во-первых, путем реализации казначейских акций общества через внесение в уставный капитал своей дочерней компании, образуя тем самым структуру перекрестного владения. Следует отметить, что органы управления такой дочерней компании будут формироваться менеджментом основного общества. Как следствие, зависимое общество в лице своего менеджмента, являясь акционером основного общества, будет действовать в интересах менеджмента основного общества, в противном случае менеджмент основного общества его попросту заменит. Это значит, что используя средства основного общества, менеджмент превращается в самостоятельный центр силы, способный перехватить контроль над управлением обществом у его основных акционеров.

Российское законодательство не предусматривает ограничения прав при нахождении размещенных акций на балансе дочерних и зависимых организаций эмитента, что, на наш взгляд, является существенным пробелом. Также отсутствует норма об обязательном раскрытии информации о количестве акций общества, принадлежащих его дочерним и зависимым компаниям.

Во-вторых, квазиказначейские акции появляются, когда выкуп обществом проводится по решению органов управления изначально на аффилированную с основным обществом компанию. Это могут быть обычные оферты (сделки), выставляемые (закрываемые) такими компаниями по общим нормам гражданского права (а не в соответствии с требованиями закона «Об акционерных обществах»). При этом акции могут выкупаться как у широкого круга лиц, так и у строго определенного круга акционеров (то есть не все акционеры могут предъявить к выкупу свои акции обществу).

Появление квазиказначейских акций недопустимо, так как может вызвать злоупотребления, нарушающие права акционеров общества (оттеснение акционеров от участия в управлении обществом со стороны менеджмента, возможная продажа акций по заниженным ценам). По сути, появление таких акций ведет к изменению правильной расстановки сил среди акционеров, ухудшению обратной связи по эффективности работы общества со стороны собственников, а при значительном их количестве – к потере управления настоящими акционерами.

Опционная программа не может служить исключением: общество может выдать фантомные опционы, либо, с целью исполнения данных обязательств, приобретать акции в момент окончания действия опциона на рыночных условиях. При этом общество должно приобретать акции путем публичной оферты, а не путем непубличной скупки с рынка, в противном случае у общества будет соблазн спровоцировать умышленное снижение котировок для выкупа нужного объема, чем будет нанесен ущерб акционерам общества.

Учитывая все вышесказанное, во избежание злоупотреблений ПЧСД **должен голосовать против сделок, ведущих к появлению квазиказначейских акций в обществе, а также лоббировать**

принятие в устав поправок, относящих распоряжение казначейскими акциями к компетенции совета директоров общества, в том числе вводящих механизм, предусматривающий более высокий кворум для принятия решения по данному вопросу. Действия с казначейскими акциями в обществе должны происходить в рамках принятой МУАК. Акционеры не должны нести рисков, связанных с возможными злоупотреблениями из-за существования казначейских и квазиказначейских акций. Технические преимущества, связанные с удобством продажи таких акций по сравнению с допэмиссией, не должны ставиться выше возможных рисков ущемления прав акционеров общества.

6.3 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Идентифицировать наличие в обществе казначейских и/или квазиказначейских акций. Реализация данных акций должна происходить только рыночным способом в рамках МУАК и только с целью привлечения средств в акционерный капитал общества, в противном случае необходимо инициировать процедуры по погашению данных акций.
- Не поддерживать появление квазиказначейских акций, при их наличии настаивать на добровольном отказе от голосования данным пакетом.





Глава 7. Основные принципы раскрытия информации о деятельности общества

7.1 Система раскрытия информации в акционерном обществе: основные цели и задачи

Для принятия решения о купле-продаже ценных бумаг общества инвесторам необходимо понимать, насколько эффективно оно работает, какие процессы протекают в его недрах и т.д. Для этого инвесторам требуется регулярное предоставление достоверной информации о деятельности общества. **Общий принцип, который должен лечь в основу системы раскрытия информации, – максимальная прозрачность работы общества. Допускается не раскрывать конфиденциальную информацию, что может негативно повлиять на работу компании, однако перечень таких исключений должен быть закрытым и жестко регламентирован**

внутренними документами общества. Необходимо следить за тем, чтобы общество не злоупотребляло отказом от раскрытия информации, прикрываясь соображениями конфиденциальности.

Весь объем раскрываемой информации можно разделить на обязательный и дополнительный. Обязательное раскрытие информации возникает в силу требований законодательства и представляет собой тот минимум, который необходим инвесторам для оценки текущего состояния общества и перспектив его дальнейшего развития. Раскрытие такой информации означает, что общество обеспечивает ее доступность **всем заинтересованным лицам независимо от целей получения данной информации** по установленной процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение. Обращаем внимание на то, что общество не может обуславливать предоставление такой информации какими-либо условиями (например, является ли заинтересованное лицо в данный момент акционером или нет).

Сверх обязательного раскрытия общество может в добровольном порядке предоставлять дополнительную информацию о своей деятельности. Движущей силой такого раскрытия является стремление сделать общество более прозрачным и адекватно оцененным инвесторами. Это может быть выражено в виде конференций руководства, посвященных как общим вопросам деятельности общества, так и конкретным событиям; выпуске презентации и пресс-релизов, дополняющих обязательный блок раскрытия информации и т.д. Следует отметить, что дополнительного раскрытия требует не только положительная информация, но и любая иная, позволяющая акционерам видеть максимально правдивое состояние их инвестиций.

Раскрытие информации решает сразу несколько основных задач:

- позволяет составить верную картину работы акционерного общества, что создает условия для реализации взаимосвязи экономических результатов деятельности и курсовой стоимости акций;
- позволяет инвесторам проводить корректный анализ эмитентов между собой с точки зрения эффективности их деятельности;
- уменьшает затраты инвесторов на получение сведений о функционировании акционерного общества;

- расширяет круг потенциальных инвесторов в ценные бумаги акционерного общества;
- защищает права кредиторов (в том числе владельцев облигаций), предоставляя им информацию о кредитоспособности акционерных обществ – заемщиков;
- препятствует появлению мошеннических схем на фондовом рынке;
- обеспечивает контроль за действиями исполнительных органов общества;
- удешевляет и облегчает получение обществом финансирования для дальнейшего развития.

Все вышесказанное ведет к росту привлекательности вложений в фондовый рынок в целом, улучшению инвестиционного климата в стране, экономическому росту и повышению качества жизни граждан.

Основные принципы системы раскрытия информации в обществе:

Достоверность – раскрываемая информация считается достоверной, если она отражает истинное положение дел в обществе.

Полнота – общество должно давать по каждому конкретному событию максимально полную информацию, позволяющую заинтересованным лицам точно установить степень влияния новостей на результаты деятельности общества. Раскрытию подлежат не только положительные или нейтральные, но и негативные новости. При необходимости раскрытие должно сопровождаться комментариями менеджмента общества.

Регулярность – общество должно раскрывать информацию о своей деятельности на регулярной основе как в рамках обязательного, так и в рамках дополнительного раскрытия информации.

Оперативность – информация о произошедших событиях в обществе должна быть раскрыта максимально быстро.

Общедоступность – общество не должно создавать условия для приоритетного информирования одних групп акционеров перед другими. Вся необходимая информация должна раскрываться одновременно всем – как акционерам, так и другим заинтересованным лицам. Отметим, что в части дополнительного раскрытия информации возможны варианты, когда сведения об определенных аспектах деятельности общества могут быть предоставлены путем обращения заинтересованного лица в общество в индивидуальном порядке, минуя остальных акционеров. Однако в этом случае общество, видя интерес инвесторов к определенной информации, должно начать в добровольном порядке раскрывать такую информацию всем желающим.

Раскрытие информации относится к компетенции исполнительных органов общества, так как в силу своих обязанностей именно эти органы обладают всей полнотой информации о деятельности общества. За советом директоров общества остается функция контроля. **Однако ПЧСД вправе вносить предложения по дополнительному раскрытию информации о деятельности общества, имея ввиду объем, качество и каналы раскрытия такой информации.** Кроме того, ПЧСД должен обратить внимание на наличие в обществе внутреннего документа, посвященного информационной политике. В таком документе общество закрепляет перечень раскрываемой информации (помимо обязательной), а также правила и подходы к ее раскрытию. Одновременно с этим в обществе должен существовать документ, определяющий перечень информации, составляющей коммерческую тайну, а также осуществляться контроль за использованием инсайдерской информации. Если в первом случае речь идет о разглашении информации, способной навредить деятельности общества, то во втором случае неправомерное использование информации может принести репутационный ущерб самому обществу и прямые финансовые потери его акционерам. Указанные документы (положения об информационной политике, о конфиденциальной информации, об инсайдерской информации) через систему документов общества (см. главу 10) подлежат неукоснительному соблюдению всеми сотрудниками общества, членами совета директоров и исполнительных органов управления.

Организация работы подразделения по работе с акционерами

С целью конструктивного взаимодействия с текущими акционерами и потенциальными инвесторами публичное акционерное общество может создать специализированное подразделение по связям с инвесторами (IR-подразделение). Профессионализм IR-специалистов и качество их работы – важные показатели уровня корпоративного управления эмитента. Основная задача подразделения – своевременное предоставление всем заинтересованным лицам достоверной информации о текущем состоянии дел в обществе и перспективах его развития. Контроль за деятельностью IR -подразделения осуществляет исполнительный менеджмент, однако совет директоров также является пользователем материалов, подготавливаемых данным подразделением. В частности, совет директоров получает обратную связь от финансовых рынков, необходимую для корректировки стратегии и управления деятельностью общества, информацию об изменениях структуры акционеров общества, мнение инвестиционного сообщества и т.д. В этой связи ПЧСД должен уделить особое внимание качеству материалов, предоставляемых IR-подразделением, а также проанализировать сложившуюся репутацию общества как эмитента на рынке ценных бумаг и внести предложения по преодолению выявленных недостатков.

7.2 Основные требования к раскрытию информации

Консолидированная отчетность

Выше уже отмечалось, что курсовая динамика акций общества в долгосрочном периоде определяется его экономическими показателями. Одним из важнейших источников информации, содержащих подробные сведения о результатах работы общества, является его финансовая и бухгалтерская отчетность.

Общие принципы составления отчетности подробно описаны в соответствующих нормативных актах. Ниже перечислены дополнительные требования к отчетности общества, которые интересуют инвесторов.

В первую очередь речь идет о необходимости обязательного составления консолидированной финансовой отчетности общества в соответствии со стандартами МСФО. Суть этого требования состоит в том, что акционеры могут получить исчерпывающую информацию об эффективности работы общества только в том случае, если будут понимать истинный масштаб его бизнеса. Часто неконсолидированная отчетность характеризует только головную компанию, которая может вообще не заниматься профильной деятельностью, а быть лишь держателем акций своих дочерних обществ. В такой ситуации составление консолидированной отчетности – единственный способ, позволяющий судить не только об эффективности работы, но и о том, какой порядок выручки и прибыли в принципе генерирует бизнес данного общества. Предоставление консолидированной отчетности позволяет преодолеть эффект, связанный с возможным использованием внутри холдинга различных схем перераспределения финансовых потоков (трансфертное ценообразование, внутригрупповые сделки с имуществом и т.д.). Только имея перед собой всю картину, у инвесторов будет возможность отразить все результаты общества в курсовой стоимости его акций, а также корректно оценить величину балансовой стоимости на акцию, предлагаемый к утверждению размер дивидендных выплат, цены допэмиссии акций, цены акций в рамках добровольного или обязательного предложений и т.д. Составление консолидированной финансовой отчетности усиливает степень контроля акционеров за менеджментом общества, которому придется отвечать за весь объем вверенных в управление средств акционеров. Наконец, наличие консолидированной отчетности помогает оценить общество: властям – с точки зрения адекватности величины уплаченных налогов, кредиторам – с точки зрения вероятности обслуживания обществом своих долгов, потенциальным клиентам – с точки зрения масштаба бизнеса, доли рынка и, как следствие, его надежности и перспектив сотрудничества.

Выбор МСФО в качестве основы представления финансовой информации обусловлен тем, что указанные стандарты достаточно

четко описывают физический смысл процессов, протекающих в акционерном обществе, а также влекут за собой подробное постатейное раскрытие информации, представленной в основных бухгалтерских формах – балансе и отчете о прибылях и убытках. Иными словами, заинтересованные лица не только могут получить представление о количественной стороне итогов работы общества, но и понять, как они были сформированы, а также, какое конкретно имущество находится на балансе общества и по какой цене оно отражено. Как правило, отчетность по МСФО лучше коррелирует с данными управленческой отчетности общества. Управленческая отчетность приобретает большее значение для стратегического управления компанией, если она соответствует базовой отчетности, принятой в акционерном обществе.

В последнее время происходит определенная конвергенция международных и отечественных стандартов составления отчетности за счет сближения требований; иными словами, российские стандарты представления информации и составления отчетности становятся все более похожими на международные. Тем не менее большой исторический опыт, накопленный в странах с рыночной экономикой, а также тот факт, что международные стандарты изначально ориентировались на потребности инвесторов (в связи с доминированием акционерной формы собственности), делают наличие консолидированной финансовой отчетности по МСФО фактически обязательным требованием для компании, претендующей на качественное корпоративное управление.

В тех же обществах, где такая отчетность уже составляется, ПЧСД имеет смысл обратить внимание на ряд нюансов.

Во-первых, годовая отчетность должна быть **аудированной**, то есть общество и его акционеры должны получать обратную связь о правильности и полноте ее составления. Выбор аудитора общества относится к компетенции общего собрания акционеров, совет директоров же проводит предварительную работу по поиску аудитора. Для большей надежности желательно, чтобы отчетность была проаудирована известной международной компанией. В случае

невозможности привлечения международного аудитора (например, в силу чрезмерной дороговизны услуг) выбор может быть сделан в пользу национального аудитора, входящего в топ-список ведущих аудиторских компаний страны. При этом имеет смысл посмотреть не только на общий рейтинг, но и оценить способность потенциального аудитора провести качественный аудит отчетности по МСФО. Косвенными признаками могут служить: положение компании в рейтинге по размеру выручки от предоставления услуг в области МСФО, количество аттестованных специалистов, способных провести такой аудит, круг и уровень клиентов аудитора по направлению МСФО и т.д. Рекомендуется с определенной периодичностью производить ротацию аудитора, заверяющего отчетность по МСФО.

Во-вторых, для акционеров имеет большое значение **наличие периодической отчетности** по МСФО. Большая часть требований законодательства введена относительно составления именно годовой аудированной отчетности, однако получать объективную картину работы общества один раз в год совершенно недостаточно для того, чтобы сделать объективные выводы об эффективности работы общества. В этой связи ПЧСД должен обратить внимание менеджмента и совета директоров на необходимость составления промежуточной консолидированной отчетности. Такая отчетность может быть неаудированной, выходить не реже чем раз в полгода (при этом желательно стремиться к ежеквартальной периодичности) и содержать менее подробный перечень комментариев к статьям баланса и отчета о прибылях и убытках. Подобная норма о публикации промежуточной консолидированной отчетности может быть включена в устав общества.

В-третьих, отчетность по МСФО должна предоставляться заинтересованным лицам **в полнотекстовом формате**. Иными словами, недостаточно только привести бухгалтерские формы отчетности. Отчетность должна содержать всю необходимую инвесторам информацию (специфика работы; крупнейшие акционеры; исходя из каких принципов была построена бухгалтерская отчетность; произошли ли в отчетном периоде изменения в учетной политике компании; какова ее корпоративная структура; список дочерних обществ, консолидированных в отчетности, и зависимых обществ;

основные формы бухгалтерского учета и постатейные комментарии к ним, причем особое внимание должно быть уделено расшифровке статей, имеющих значительный удельный вес в структуре отчета о прибылях и убытках и баланса; какие существенные события остались за пределами представленной отчетности и как они потенциально могут повлиять на будущие финансовые показатели общества).

В-четвертых, выход консолидированной отчетности должен **заранее анонсироваться**. Степень важности такого события требует предварительного оповещения внешней среды о дате и времени выхода отчетности. Демонстрируя высокий уровень корпоративного управления, компания может сопроводить публикацию консолидированной отчетности дополнительными мероприятиями. Это может быть публикация специального пресс-релиза, где будут содержаться общие итоги работы общества с комментариями менеджмента; публикация презентации и MD&A (Management Discussion and Analysis – анализ руководством компании финансового состояния и результатов деятельности, то есть расширенные комментарии менеджмента к отчетности), детализирующих данные финансовой отчетности с акцентом на операционные показатели общества; телефонная конференция с участием представителей менеджмента и т.д. Подобное расширенное предоставление информации позволит всем заинтересованным лицам не только ознакомиться с фактическими данными отчетности, но и понять, из чего они сложились, а также узнать о планах и ориентирах компании на ближайшее время.

В-пятых, консолидированная отчетность должна быть **актуальной и предоставляться своевременно**. Независимо от того, установлен ли законом предельный срок публикации консолидированной отчетности, необходимо добиваться скорейшего ее выхода в свет после окончания отчетного периода. Срок предоставления промежуточной отчетности не должен превышать трех месяцев, годовой – четырех месяцев.

В-шестых, целесообразно публиковать консолидированную отчетность **как минимум на двух языках – русском и английском**, проявляя тем самым уважение как к отечественным, так и иностранным инвесторам и акционерам. Полнота предоставленной информации должна быть

идентичной независимо от языка публикации. Логично, что и все дополнительные материалы, указанные выше, также желательно переводить на два языка.

В-седьмых, общество должно обеспечить свободный и простой доступ к публикуемой отчетности, не влекущий дополнительных транзакционных издержек. Наилучшим решением является организация удаленного доступа: необходимо публиковать отчетность на странице эмитента в сети интернет, официальной странице раскрытия информации, а также в иных обязательных к публикации документах (например, в ежеквартальных отчетах эмитента, годовом отчете). Если общество не обязано публиковать консолидированную отчетность в силу требований законодательства, но такая отчетность составляется обществом, ПЧСД должен выступать за свободный и одновременный доступ заинтересованных лиц к этой отчетности, не допуская никакой дискриминации (наличие у лица акций общества, размера доли участия акционера в обществе и т.д.). Если устав общества уже содержит дискриминационные нормы доступа к консолидированной отчетности, ПЧСД должен выступать за внесение в устав поправок, отменяющих такие нормы.

Консолидированная финансовая отчетность должна быть составлена таким образом, чтобы потенциальные инвесторы смогли составить самое полное впечатление о компании, а текущие акционеры – четко понимать, как общество отработало в отчетном периоде и почему.

Ежеквартальный отчет эмитента

Для компаний, не составляющих консолидированную финансовую отчетность по МСФО, ежеквартальный отчет эмитента является важнейшим документом, выпускаемым обществом на периодической основе, из которого заинтересованные лица могут получить информацию о работе общества, в том числе о его финансовых результатах. Ценность этого документа возрастает, если учесть тот факт, что законодательством предусматривается необходимость раскрытия обширного списка конкретной информации, что выгодно отличает его от годового отчета эмитента.

Требования к составлению и публикации ежеквартального отчета охватывают не всех эмитентов. В случае, если общество освобождено от необходимости публиковать такой отчет, ПЧСД должен поставить вопрос о возобновлении системного предоставления информации о работе общества в форме публикации ежеквартального отчета. Если же такой документ обществом публикуется, необходимо убедиться в том, что его информационное наполнение отвечает принципу полноты: представленная в нем информация является актуальной, носит конкретный характер и обладает практической ценностью для принятия инвесторами инвестиционных решений по акциям общества. Иными словами, содержание отчета не должно носить чисто формальный, «отписочный» характер.

Кроме того, законодательством предусмотрен сокращенный объем предоставления информации в случае, если ценные бумаги общества не включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам организатора торговли на рынке ценных бумаг, и компания не является организацией, предоставившей обеспечение по облигациям другого эмитента, которые включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам организатора торговли на рынке ценных бумаг. В частности, такое общество может не публиковать столь важные для акционеров сведения как информация о результатах финансово-хозяйственной деятельности эмитента, финансовых вложениях эмитента, достаточности капитала, оборотных средств и т.д. В этой связи ПЧСД должен рекомендовать обществу не ограничиваться публикацией исключительно обязательных сведений, а предоставлять информацию в ежеквартальном отчете в полном объеме.

Учитывая важность данного документа для акционеров общества, можно предусмотреть в уставе общества норму, при которой ежеквартальный отчет эмитента утверждается советом директоров общества, особенно, если общество не составляет отдельно консолидированную финансовую отчетность и не осуществляет дополнительное раскрытие информации к ней.

Сам ежеквартальный отчет может быть опубликован на сайте общества, на официальной странице раскрытия информации (при этом скачивание электронной версии документа должно происходить

в удобной форме), а также предоставлен всем заинтересованным лицам в бумажном виде за плату, не превышающую расходов на копирование.

Законодательство допускает в определенных случаях возможность освобождения эмитента от раскрытия ежеквартального отчета. В этой связи ПЧСД обязан предпринять все возможное для недопущения принятия подобного решения органами управления общества, разъясняя смысл публикации данного документа и его важность для текущих и потенциальных акционеров.

Годовой отчет

Годовой отчет является обязательным документом, который акционерное общество обязано составлять ежегодно и представлять на утверждение годового общего собрания акционеров. Сутью данного документа является подведение итогов работы общества за отчетный год. Годовой отчет содержит такие важные вопросы как итоги финансовой деятельности общества, структура корпоративного управления, структура акционеров и т.д.

Несмотря на то, что законодательством введены обязательные требования к содержанию годового отчета, объемы и качество содержащейся в годовых отчетах акционерных обществ информации сильно различаются. Это объясняется тем, что в некоторых акционерных обществах принято чисто формальное отношение к составлению годовых отчетов: в кратком стиле публикуется только та информация, которая предусмотрена законодательством или, что еще хуже, приведены названия обязательных разделов без соответствующего содержания. В то же время такой подход не учитывает необходимость акционеров в получении комплексной информации о деятельности общества, позволяющей корректно оценить как итоги его работы, так и перспективы деятельности. Несмотря на специфику данного документа (выходит всего один раз в год, как правило, с существенной задержкой по отношению к завершившемуся году), общество должно ориентироваться на самые высокие стандарты объема и качества предоставляемой в отчете информации. Обязательные разделы отчета должны быть представлены детально с учетом потребностей акционеров в получении информации об обществе.

Помимо этого годовой отчет общества может содержать иные разделы, дополняющие обязательные.

Дополнительно годовой отчет должен содержать следующую информацию:

- Обращение Председателя совета директоров и Генерального директора (Президента, Председателя Правления), где дается краткая характеристика итогов работы общества и его планов на будущее.
- Расширенный профиль общества, где могут найти отражение, в частности, основные вехи жизни общества с момента его создания, календарь наиболее важных событий отчетного года, миссия общества и стратегия его развития.
- Описание положения компании в отрасли, где необходимо представить характеристику отрасли, детализированную до подотраслей, емкость соответствующих рынков и положение общества в разрезе подотраслей с указанием его рыночных долей.
- Приоритетные направления и планы развития общества, которые должны содержать целевые ориентиры по ключевым финансовым показателям (выручке, чистой прибыли и др.).
- Подробную характеристику производственного комплекса (для компаний из сферы производства) с указанием мощностей; если корпоративная структура предусматривает выделение направлений деятельности общества в отдельные юридические лица, необходимо указать перечень таких юридических лиц с указанием доли в них самого общества. Отдельным блоком могут быть приведены подробные данные об объемах производства в натуральном выражении и загрузке мощностей, а также сведения об инвестиционной программе общества с указанием источников финансирования и целевых показателей.
- Описание сбытовой политики общества, в частности, конъюнктуры на внутреннем и внешнем рынках продукции эмитента, страновой диверсификации (для экспортеров).
- Перечень основных внутренних документов, на основании которых действует общество, сведения об акционерах, владеющих более чем

5% акций общества (если у общества есть привилегированные акции, рекомендуется привести крупнейших их держателей), сведения обо всех выпусках акций и облигаций, эмитированных обществом, краткое описание МУАК, принятой в обществе (как составная часть может быть описана дивидендная политика общества). Информацию о кредитных рейтингах общества (если они есть), информацию о проведенных встречах менеджмента с представителями инвестиционного сообщества.

На предварительной стадии годовой отчет подлежит утверждению советом директоров общества. На данном этапе ПЧСД может высказать все необходимые замечания к составу и структуре документа, подлежащего утверждению годовым общим собранием акционеров. Однако, учитывая дефицит времени, ПЧСД обязан сформулировать свои предложения к составу и структуре годового отчета заранее, в момент начала подготовки указанного документа.

Целесообразно разместить годовой отчет в сети интернет заранее с тем, чтобы любое заинтересованное лицо имело достаточно времени ознакомиться с ним к моменту проведения годового общего собрания акционеров.

Иные периодические сообщения

К числу иных материалов, раскрываемых на периодической основе, способных вызвать интерес инвесторов и акционеров, можно отнести регулярную публикацию сведений об операционной деятельности. Подобная информация может предоставляться обществом в виде отдельного пресс-релиза. Ценность такой информации возрастает, если общество не составляет приложений к консолидированной отчетности, а ежеквартальный отчет также не содержит подобных сведений. В этом случае, единственным потенциальным источником операционных показателей общества остается годовой отчет, выходящий раз в год с существенной задержкой. Раскрытие такой информации может происходить в среднем раз в квартал, в строгом соответствии с периодичностью выхода финансовой и бухгалтерской отчетности с тем, чтобы заинтересованные лица могли совместить финансовые и операционные показатели компании и осуществить комплексный анализ результатов работы общества.

Раскрытие неперiodической информации

К числу наиболее важной неперiodической информации, подлежащей раскрытию, можно отнести доступ к внутренним документам компании, а также сообщения о существенных фактах. Общество обязано обеспечить свободный доступ к основным внутренним документам, в том числе к уставу компании. Такой доступ должен быть представлен удаленно в сети интернет. Публикации также подлежат все изменения, вносимые в такие документы. Если документы приводятся в новой редакции, то в тексте должны быть отмечены соответствующие изменения. При этом желательно отметить причины внесения таких изменений, а также то, кем они были инициированы.

Сообщения о существенных фактах охватывают достаточно широкий круг событий, происходящих в обществе. Их перечень установлен законодательством. Со своей стороны ПЧСД может выступить с предложением раскрывать больший объем информации в виде существенных фактов, если, по его мнению, они важны для акционеров общества. Законодательство предусматривает такую возможность, давая эмитентам право публиковать сведения, оказывающие, по мнению эмитента, существенное влияние на стоимость его ценных бумаг. Кроме того, в обществе, имеющем по отношению к себе материнское и дочерние общества, должен быть налажен контроль за получением информации, подлежащей раскрытию в виде существенных фактов. Ответственность за это может быть возложена на менеджмент общества, а за советом директоров общества должны быть закреплены контролирующие функции.

Обществу желательно раскрывать в виде отдельных сообщений действия инсайдеров, связанные с изменением доли их участия в обществе. Соответствующие требования могут быть предусмотрены кодексом корпоративного поведения и положением об инсайдерской информации.

Обществу также можно рекомендовать публикацию протоколов заседаний совета директоров, из которых заинтересованные лица могли бы узнать не только итоги голосования по вопросам повестки дня, но и характер прений, а также голосование по всем вопросам в разрезе конкретных членов совета директоров. Это поможет составить

представление о профессионализме членов совета директоров и логике принимаемых ими решений. Наконец, целесообразно организовать видеотрансляцию общего собрания акционеров общества в сети интернет.

Освобождение акционерного общества от обязанности раскрытия информации

Действующее законодательство предусматривает случаи, когда общество может быть освобождено от раскрытия информации в форме ежеквартального отчета и существенных фактов. Это возможно в случаях, когда происходит погашение акций, в отношении которых был зарегистрирован проспект эмиссии ценных бумаг (утвержден план приватизации) с учетом ряда исключений. Кроме того, существует и другой способ – заявительный порядок, когда освобождение происходит на основании заявления самого общества в случае одобрения такого решения общим собранием акционеров общества с разрешения исполнительного органа власти по рынку ценных бумаг. Для этого должен соблюдаться ряд условий, предусмотренных законодательством.

Независимо от указанных причин ПЧСД обязан публично дать негативную оценку подобным мерам, лишаящим акционеров права на получение информации о деятельности общества. ПЧСД необходимо понимать, что в случаях, когда общество под влиянием мажоритарного акционера взяло курс на непубличность, должна быть соблюдена определенная последовательность действий, не нарушающая права сторонних акционеров, а именно: вначале мажоритарный акционер в рамках законодательства консолидирует 100% акций общества и только потом возможно снижение уровня информационного раскрытия, но не наоборот.

7.3 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Стремиться к тому, чтобы система раскрытия информации в обществе была построена на принципах достоверности, общедоступности, оперативности, полноты и регулярности.

- Содействовать появлению в обществе подразделения по работе с акционерами.
- Приложить максимум усилий для появления и регулярного выпуска обществом консолидированной финансовой отчетности по МСФО.
- Осуществлять контроль за качеством и информационным содержанием ежеквартального и годового отчетов.
- Препятствовать освобождению акционерного общества от обязанности раскрытия информации при наличии в его структуре миноритарных акционеров.





Глава 8. Предотвращение вывода прибыли и активов из общества

8.1 Описание проблемы

Неотъемлемыми и ключевыми правами акционеров являются права на часть прибыли и долю имущества при ликвидации общества (подробно об этом см. главу 5). Любые нарушения, ведущие к занижению прибыли общества и выводу из него активов, являются результатом плохого корпоративного управления и самым негативным образом сказываются на акционерном капитале. Ни миноритарные, ни мажоритарные акционеры не смогут получить достойную оценку акций, так как теряется смысл инвестирования в акции подобных компаний со стороны широкого круга инвесторов.

В целом на сегодняшний день российское акционерное законодательство сформировано и содержит нормы, защищающие права миноритарных акционеров, однако трактовка этих норм судами,

а также поведение контролирующих органов позволяет мажоритарным акционерам лишать остальных акционеров их имущества. Именно мажоритарные акционеры выбирают в совет директоров общества представителей, которые не только назначают менеджмент и контролируют его деятельность, но и служат орудием для проведения экономически невыгодных обществу сделок в пользу мажоритарного акционера или третьих лиц.

Спектр инструментов присвоения прибыли или ее части, а также имущества общества, очень широкий. Здесь и заключение невыгодных сделок, и вывод активов из акционерного общества в пользу дружественных менеджменту фирм, и раздувание затрат и многое другое. Поэтому ПЧСД для целей пресечения подобных практик должен хорошо разбираться в нюансах основных схем вывода прибыли и активов из общества. В то же время, необходимо отличать умышленные недобросовестные действия от ошибочных.

8.2 Признаки возможных злоупотреблений

Маркерами (ситуациями, требующими особого внимания) для диагностирования подозрительных операций, направленных на вывод прибыли и активов из общества, являются:

- Длительное нахождение рентабельности работы общества ниже рентабельности отраслевых компаний-аналогов.
- Крупные сделки, особенно с основными средствами.
- Частый объем сделок с заинтересованностью.
- Растущий объем неосновной деятельности компании.
- Рост забалансовых обязательств общества и др.

Следует помнить, что в основной деятельности общества могут встречаться ошибки органов управления как форма проявления коммерческого риска, принимаемого на себя акционерами общества. В то же время злоупотребления чаще встречаются при заключении сделок в рамках деятельности, не относящейся к основной.

Вышеперечисленные признаки однозначно не свидетельствуют о наличии злоупотреблений, наносящих ущерб обществу. Это означает только то, что, столкнувшись на практике с подобными ситуациями, необходимо тщательно разобраться в структуре сделок и причинах их возникновения.

8.3 Наиболее часто встречающиеся злоупотребления

Существует множество способов вывода прибыли и активов из акционерного общества. Не претендуя на абсолютную полноту, ниже приводится описание наиболее часто встречающихся на практике злоупотреблений.

8.3.1 Основные способы вывода активов из общества

По своему смыслу вывод активов представляет собой операции, совершаемые органами управления обществом по отчуждению находящегося на балансе общества имущества на безвозмездной основе или по цене существенно ниже рыночной. При этом сделка совершается в интересах узкого круга лиц, связанного с менеджментом и/или с основными акционерами, в ущерб остальным акционерам.

Наиболее распространенными способами вывода активов является отчуждение имущества на основании сделок купли-продажи или в форме мены. С помощью цепочки таких сделок имущество неоднократно перепродается между компаниями, которые являются своего рода «фильтрами». В конечном итоге имущество концентрируется в новой компании, подконтрольной заинтересованным лицам, которая будет претендовать на статус добросовестного приобретателя.

Еще один вариант вывода активов – передача их в качестве отступного по долговому обязательству. В этом случае общество заключает договор с компанией-бенефициаром сделки и умышленно не исполняет условия договора. В качестве отступного в таком договоре фигурирует имущество, которое и передается компании-кредитору.

Схожие черты имеет вывод активов через обременение имущества. Между компанией-владельцем и подконтрольной компанией

заключается заведомо неисполнимый договор с очень сжатыми сроками исполнения. В качестве обеспечения договора имущество компании-владельца передается в залог. Далее обязательство не исполняется, и кредитор предъявляет взыскание на предмет залога.

Для вывода активов в форме денежных средств могут оформляться безвозвратные займы, приобретение «пустых» или «токсичных» активов, фиктивные договоры, предметом которых могут служить маркетинговые, консалтинговые или иные услуги.

Выбранные для перевода активы также можно передать в уставный капитал другой «подконтрольной» компании, после чего продать за бесценок. Этот способ является одним из самых распространенных в российской практике. Согласно нормам ГК РФ и закона «Об акционерных обществах», акции могут оплачиваться фактически любым имуществом, в том числе недвижимостью, ценными бумагами, имущественными правами и т.д. Имущество компании-владельца вносится в качестве вклада в уставный капитал подконтрольной компании, следствием чего является переход права собственности на данное имущество к новому юридическому лицу. За компанией-учредителем остаются лишь обязательственные права участника общества. При этом чаще всего определение политики голосования по таким акциям остается за единоличным исполнительным органом компании-учредителя, и, как следствие, полная возможность определять действия «подконтрольной» компании.

Одним из способов вывода активов является реорганизация общества. Данный способ является более утонченным по сравнению с продажей или внесением активов в уставный капитал дочерних компаний. Основное отличие заключается в том, что активы и пассивы общества передаются не в результате сделки, а в порядке универсального правопреемства, что существенно затрудняет возможность несогласных с реорганизацией акционеров оспорить данное решение. К тому же решение о реорганизации общества принимается на общем собрании акционеров, а значит, отсутствует персональная ответственность единоличного исполнительного органа или конкретных членов совета директоров общества, принимавших решение по отчуждению активов на невыгодных условиях.

Часто вывод активов связан с отчуждением значительной части имущества общества. Напомним, что отчуждение имущества общества, не превышающее 25% от стоимости всех его активов, может санкционировать единоличный исполнительный орган общества. Если речь идет о 25% имущества и более, законодательство вводит особый порядок одобрения сделок. Более того, диспозитивной нормой закона «Об акционерных обществах» предусмотрена **возможность отразить в уставе положение, согласно которому особый порядок совершения крупной сделки может быть распространен на иные сделки, которые акционеры сочтут значимыми для общества**. Именно тесная взаимосвязь крупных сделок и сделок с заинтересованностью с возможным причинением обществу экономического ущерба объясняет особый порядок одобрения таких сделок, введенный законодательством.

Следует обратить внимание на то, что сделки по отчуждению имущества, превышающие 25% от балансовой стоимости имущества организации, совершенные в один и тот же период с одним и тем же лицом или лицом (лицами), входящими с ним в одну группу, признаются взаимосвязанными и подлежат одобрению в порядке одобрения крупных сделок. Особо отметим, что с целью защиты прав акционеров оспорить крупную сделку может только само общество или его акционер. Поскольку шансы миноритарных акционеров оспорить такую сделку достаточно проблематичны (в силу того, что их позиция не могла повлиять на результаты голосования), **ПЧСД должен добиваться подачи соответствующего иска в суд со стороны самого общества**. Кроме того, законодательство предусматривает, что в случаях одобрения советом директоров общества крупных сделок (до 50% балансовой стоимости общества) голосование по данному вопросу должно быть единогласным (без учета голосов выбывших членов совета директоров). В такой ситуации **ПЧСД при наличии обоснованных сомнений должен голосовать против одобрения сделки**, тем самым передавая ее на утверждение общего собрания акционеров общества. Одновременно с этим ПЧСД доводит свою позицию до акционеров общества, объясняя причину своего решения.

Законодательство не содержит полного и однозначного перечня критериев определения взаимосвязанности сделок, совершаемых

обществом. Единой позиции судов по данному вопросу также не существует, решения принимаются с учетом всех обстоятельств конкретного дела. На практике можно встретить случаи, когда исполнительный орган общества пытается уклониться от инициирования процедуры одобрения сделки по отчуждению имущества общества советом директоров или собранием акционеров. В частности, чтобы сделка не подпадала под критерии крупной, стоимость отчуждаемого имущества может быть умышленно занижена. И наоборот, бывают случаи, когда из общества выводятся активы под видом сделок на приобретение имущества по заведомо завышенной цене. Подобные ситуации характерны для случаев, когда стоимость имущества может быть установлена органом управления без обязательного привлечения независимого оценщика. **ПЧСД должен добиваться внесения во внутренние документы компании норм, ограничивающих возможности исполнительных органов общества по отчуждению или приобретению имущества, и передаче подобных вопросов в компетенцию совета директоров общества или собрания акционеров с привлечением независимого оценщика для определения рыночной цены приобретаемого или отчуждаемого имущества.** Кроме того, ПЧСД должен добиваться максимальной достоверности бухгалтерской отчетности общества: балансовая стоимость активов должна быть максимально близка к рыночной, а для этого необходима регулярная переоценка имущества.

Еще одним моментом, заслуживающим внимания, является совершение обществом сделок с заинтересованностью. Действующее законодательство признает заинтересованными достаточно широкий круг лиц, однако на практике можно столкнуться со случаями, когда вывод активов производится в пользу организации, учредителем которой по формальным признакам является незаинтересованное лицо, например, оффшорная компания, бенефициары которой неизвестны. **В этой связи любая сделка, которую общество планирует совершить, должна проходить тестирование на наличие признаков заинтересованности.**

Учитывая важность и особый порядок одобрения крупных сделок и сделок с заинтересованностью, **ПЧСД должен поставить вопрос**

о принятии в обществе специальных требований о порядке раскрытия информации о таких сделках. Для минимизации рисков причинения ущерба обществу количество крупных сделок и сделок с заинтересованностью должно быть сведено к минимуму.

8.3.2 Основные способы вывода прибыли из общества

Вывод текущей или нераспределенной прибыли из общества через операции, совершаемые органами управления, в пользу мажоритарного акционера или третьих лиц – еще один вид ущерба, который может быть нанесен акционерам общества.

Основным каналом распределения прибыли общества является выплата дивидендов или выкуп обществом собственных акций с их последующим погашением (см. главу 1), а также направление полученной прибыли на развитие. Иные способы распоряжения прибылью общества следует рассматривать как сделки, наносящие ущерб обществу и его акционерам.

Задачами ПЧСД являются не только воспрепятствование выводу прибыли по текущим или совершенным сделкам, но и своевременная профилактика потенциально возможных каналов утечки прибыли из общества (например, выдача займов, гарантий, поручительств).

Основным маркером, позволяющим диагностировать факты вывода прибыли из общества, является рентабельность деятельности ниже средней по отрасли. Вывод чистой прибыли означает, что прибыль отчетного года, отражаемая в отчете о прибылях и убытках, либо нераспределенная прибыль, отражаемая в составе пассива баланса, уменьшаются вследствие незаконных операций. Особенно красноречивым доказательством будет хроническое (на протяжении ряда лет) отставание рентабельности работы общества от рентабельности своих конкурентов по отрасли. ПЧСД необходимо разобраться в причинах такого положения вещей: является ли оно следствием вывода прибыли, либо низкого уровня эффективности работы менеджмента. В обоих случаях ПЧСД обязан поставить вопрос о смене исполнительных органов общества.

Основные способы вывода прибыли из общества

- **Трансфертное ценообразование**

Для целей настоящего документа под трансфертными ценами понимаются любые цены, в отношении которых есть основания полагать, что их величина определена сторонами сделки нерыночным путем. Как правило, такие цены используются во внутригрупповых расчетах между взаимозависимыми лицами. В зависимости от того, где желательно сформировать центр прибыли, происходит перераспределение экономической выгоды путем установления трансфертных цен на продукцию компаний. При этом может существовать как международное трансфертное ценообразование (когда средства перекачиваются из национальной юрисдикции за рубеж), так и национальное (когда стороны по сделкам находятся в рамках одной страны). В первом случае наиболее популярная схема связана с выводом прибыли в юрисдикции с низким уровнем налогообложения (оффшоры), второй случай наиболее характерен для взаимодействия в рамках холдинга, когда из дочерних и зависимых обществ прибыль перекачивается в материнские структуры.

Действующее законодательство предоставляет право сторонам сделки самим определять ее цену, одновременно вводя формы налогового контроля за рыночностью цен. Однако, с точки зрения прав акционеров, любое серьезное отклонение цен реализации продукции общества от рыночных цен причиняет им ущерб. К тому же Налоговым кодексом предусмотрено освобождение от контроля за сделками между взаимозависимыми лицами, если они входят в консолидированную группу налогоплательщиков. **Позиция ПЧСД заключается в том, что до тех пор, пока в обществе присутствуют миноритарные акционеры, применение трансфертного ценообразования недопустимо, если прибыль выводится в другое юридическое лицо, не принадлежащее обществу на 100% и не консолидируемое обществом в своей отчетности.** При этом стоит отметить, что ряд обществ в силу своей специфики могут продавать свою продукцию по установленным ценам (регулируемые тарифы, предписания антимонопольных органов и т.д.).

- **Искусственное раздувание расходов (себестоимость, коммерческие и управленческие расходы)**

Еще одним способом вывода прибыли из общества является искусственное увеличение расходов компании. Особенно уязвимыми статьями являются такие как «консультационные и информационные услуги», «расходы на закупку материалов», «прочие расходы», «коммерческие расходы». Ситуация с контролем за такими расходами со стороны совета директоров осложняется тем, что информация, как правило, предоставляется уже в агрегированном виде. В этой связи ПЧСД обязан обратить внимание на динамику себестоимости компании за последние годы, сопоставив ее с динамикой выручки. Опережающая динамика себестоимости, а значит, увеличение ее доли в выручке, может стать первым маркером, свидетельствующим о возможных злоупотреблениях со стороны менеджмента. Такую же процедуру необходимо провести с коммерческими расходами.

Следующий шаг – постатейный анализ себестоимости и коммерческих расходов. При наличии подозрительной динамики по отдельным статьям ПЧСД должен запросить еще более подробную детализацию, особое внимание обращая на случаи существенных отклонений затрат в отдельные периоды.

- **Значительный объем неосновной деятельности**

Помимо верхнего раздела отчета о прибылях и убытках (ОПУ), характеризующих эффективность ведения обществом основной (операционной) деятельности (итогом которого является прибыль от продаж), существует специальный раздел, отражающий итоги деятельности общества в рамках неосновной деятельности. Как правило, большая часть таких операций касается финансовой деятельности. По отношению к верхним строкам ОПУ данный раздел является вспомогательным, корректируя результат общества на сальдо финансовых операций. Тем не менее, будучи подчиненным по смыслу, во многих компаниях сальдо финансовых операций играет значительную роль в формировании чистой прибыли общества. Особенно это касается компаний, работающих в отраслях с низкой

чистой рентабельностью, а также компаний, имеющих значительный долг или большой объем свободных денежных средств. В этой связи ПЧСД обязан иметь полное представление о том, из чего формируется итоговый результат по неосновной деятельности общества.

Первым подозрительным маркером можно считать значительный объем неосновной деятельности общества. Необходимо помнить, что общество было создано акционерами для ведения бизнеса в определенной сфере (отрасли) экономики. Соответственно, основной деятельностью общества должно стать производство соответствующих товаров (выполнение работ, оказание услуг). Сам по себе порядок цифр выручки, валовой прибыли и прибыли от продаж должен существенно превышать итоговое сальдо прочих операций (если общество не является финансовой организацией). Доминирование финансовых статей в итоговом результате свидетельствует как минимум о низкой эффективности работы общества, рискованной политике в части привлечения заемных средств, неадекватной модели управления акционерным капиталом. Однако в определенных случаях существенный объем неосновной деятельности общества может свидетельствовать о выводе из него прибыли.

Одним из подобных каналов является вывод активов через операции с финансовыми инструментами. При использовании этого метода общество в лице менеджмента приобретает на средства общества финансовые инструменты. Одновременно менеджментом создается ряд подконтрольных фирм, также совершающих операции с подобными инструментами. С помощью встречных сделок, заведомо невыгодных для общества, его средства постепенно переходят к подконтрольным фирмам. Впоследствии потеря средств может быть выдана как неудачный итог управления временно свободными денежными средствами. Часто объектами таких операций являются векселя.

Позиция ПЧСД состоит в том, что свободные средства не должны находиться в обществе в течение длительного времени. Как следует из главы «Модель управления акционерным капиталом», если заработанные средства не могут быть эффективно освоены в рамках основной деятельности, они должны быть возвращены акционерам в виде дивидендов или выкупа акций. Что касается временно свободных

денежных средств, то они могут быть размещены на банковском депозите в банке, имеющем достаточно высокий кредитный рейтинг. Требование к надежности банка представляется обязательным, в противном случае возникает угроза потери средств в результате его банкротства.

Если на балансе общества находятся качественные финансовые активы, обладающие реальной внутренней стоимостью (акции, облигации, паи фондов и др.), может использоваться договор мены. В рамках этого договора такие активы могут быть обменены на иные финансовые активы, не обладающие должной стоимостью. Выгоду от такой операции получает контрагент по сделке, а у общества возникают потери. Разновидностями подобных операций могут быть купля-продажа финансовых активов с рассрочкой платежа (на невыгодных для общества условиях) или внесение ценных бумаг в залог (с последующим умышленным неисполнением обязательства и обращением взыскания на предмет залога).

Настораживающим моментом является возникновение в отчетности общества производных финансовых инструментов. Даже если они используются не для вывода средств через биржевые спекуляции (что категорически неприемлемо), наличие таких инструментов не способно принести очевидных выгод обществу и делает менее предсказуемым итоговый результат в рамках финансовой отчетности. ПЧСД обязан разобраться в сути заключенных срочных контрактов, оценив их с точки зрения ключевых параметров (степени взаимосвязи с основной деятельностью общества, объемов и т.д.).

Непримиримую позицию ПЧСД должен занять по поводу возможной выдачи обществом гарантий, поручительств по обязательствам мажоритарного акционера и третьих лиц. Несмотря на то, что по своей природе такие действия не приводят к немедленным потерям общества, в будущем создается возможность утраты средств, выведенных таким образом из-под контроля акционеров.

Отдельный пласт нарушений встречается на практике в рамках выдачи (получения) обществом займов (кредитов). Первый аспект, который следует подчеркнуть, – это выдача (получение) обществом займов на нерыночных условиях. В обоих случаях обществу причиняется ущерб в

силу недополученных (переплаченных) процентов. Как следствие, ПЧСД должен обратить внимание на рыночность условий займов, которые получает общество, а также на их целесообразность. Особенно стоит обратить внимание на случаи выдачи обществом займов. Действующим законодательством прямо не установлен запрет на заключение договоров займа обычными хозяйствующими субъектами. Вместе с тем такая деятельность для хозяйствующих субъектов не должна быть единственной: наряду с ней они должны заниматься и другими видами хозяйственной деятельности. Более того, выдача и получение займов для них не должны быть основными видами деятельности, в частности, **они не должны осуществлять их систематически.**

При обсуждении вопросов о выдаче займов обществом позиция ПЧСД должна заключаться в том, что подобные операции являются прерогативой финансовых организаций и не должны являться обычной хозяйственной деятельностью общества. **Особую угрозу для общества несут займы, выданные сторонним компаниям, то есть тем, которые не консолидируются в отчетности самого общества. В этом случае сильно увеличиваются риски невозврата. Подобная ситуация может прямо трактоваться как вывод прибыли и активов из общества. Кроме того, выдача займов на регулярной основе означает отсутствие МУАК в обществе, так как свободные средства в обществе имеют всего два основных пути использования: развитие бизнеса и выплаты акционерам.**

Отдельно стоит остановиться на случаях, когда вывод прибыли маскируется под личиной благотворительности. Мы не берем здесь случаи, когда общество действительно оказывает спонсорскую помощь или выделяет средства на реальные благотворительные проекты. Напомним, что окончательное распределение прибыли общества производится общим собранием акционеров общества по рекомендациям совета директоров. К сожалению, не всегда возможно понять, действительно ли номинальный получатель средств является истинным реципиентом помощи или это всего лишь канал для вывода средств из общества, которые впоследствии пойдут не на помощь нуждающимся, а будут украдены из общества. Сам по себе факт оказания благотворительной помощи от имени общества (если

оно, конечно, не принадлежит одному акционеру) уже провоцирует конфликтную ситуацию. Если таким способом маскируется вывод прибыли мажоритарным акционером, то это может однозначно рассматриваться как прямое нарушение прав других акционеров общества. **Но если даже предположить, что за действиями органов управления обществом стоят действительно благородные мотивы, то в этом случае тоже можно говорить о наличии злоупотреблений в обществе, хотя и в меньших масштабах.** У акционеров общества может быть разное представление о целесообразности такого способа распределения прибыли в принципе, не говоря уже о других нюансах (разное мнение о размере таких отчислений, о получателях помощи и т.д.).

В этой связи наиболее правильным способом решения вопроса будет оказание соответствующей помощи не от имени общества, а от имени конкретных акционеров, получивших от общества дивиденды (кстати, мажоритарный акционер практически ничего не теряет от такого изменения, так как в любом случае основная сумма средств, направленных на благотворительность, будет принадлежать именно ему). **Особое внимание ПЧСД должен уделить случаям, когда значительные суммы под видом благотворительности уходят из общества до подведения итогов отчетного года, прежде всего до формирования финансового результата.**

8.4 Общие рекомендации профессиональному члену совета директоров

- Необходимо изучить деятельность общества на предмет возможных злоупотреблений. Помните, что свободные средства в обществе имеют всего два основных пути использования: развитие бизнеса и выплаты акционерам. Все сделки, которые не подразумевают распоряжения активами и прибылью общества для достижения данных целей, автоматически попадают в разряд экономически невыгодных.
- Отобратить подозрительные сделки, изучить их экономическую суть и ответить на вопрос: кто является основным выгодоприобретателем

по сделке? Если им является не акционерное общество, а какая-либо иная сторона, необходимо детально разобраться в этих сделках.

- Идентифицировав сделку, как направленную на причинение обществу ущерба, ПЧСД обязан:

1. Изложить свое письменное мнение в адрес председателя совета директоров общества.

2. Всегда голосовать против одобрения такой сделки на совете директоров общества, а в случае, если требованиями законодательства или внутренних документов общества не предусмотрено единогласного одобрения таких сделок советом директоров, ходатайствовать о переносе одобрения таких сделок на общее собрание акционеров общества.

3. Максимально публично изложить свою позицию. Обосновать и довести ее до акционеров общества.

- Доработать и предложить к утверждению во внутренние документы нормы, ограничивающие права исполнительных органов общества по отчуждению или приобретению имущества в значимом для общества размере.

- Предпринять все усилия к принятию в обществе специальных требований о порядке раскрытия информации одобрения крупных сделок и сделок с заинтересованностью.



**От каждого по способностям,
каждому по труду.**



Глава 9. Вознаграждение членов совета директоров и исполнительных органов акционерного общества

9.1 Общие положения

Система материального стимулирования в акционерном обществе позволяет акционерам и инвесторам судить о степени заинтересованности членов совета директоров и представителей менеджмента в повышении эффективности работы общества и роста его акционерной стоимости. Если доходы указанных лиц не коррелируют с успехами общества, то органы управления обществом теряют свою дееспособность, а деятельность компании может использоваться ими как источник личных доходов, в то время как акционеры не получают должной отдачи на свои вложения. Система материального стимулирования должна быть серьезно изучена ПЧСД.

Вознаграждение самого ПЧСД и других членов совета директоров утверждается на общем собрании и является результатом договоренности с акционерами общества. В то же время у ПЧСД есть возможность продвигать базовые принципы системы мотивации, основанные на положениях МУАК (так как источником выплаты вознаграждения членам совета директоров является чистая прибыль).

Основой построения механизмов материального стимулирования лиц, входящих в органы управления акционерным обществом, является их ответственность перед акционерами. Для акционеров важно **одновременное выполнение двух условий:**

- Рост финансовых показателей деятельности общества. **Итоговым критерием является скорость роста собственных средств общества в расчете на одну акцию.** Рентабельность собственного капитала (ROE) компании находится в тесной взаимосвязи с указанным критерием и фактически является его основной составной частью.
- Отражение финансовых результатов деятельности общества в курсовой стоимости его акций и величине дивидендных выплат, так как **только эти две величины** являются доходом акционеров.

Необходимо особо отметить, что **сам по себе рост курсовой стоимости акций общества или величина выплачиваемых дивидендов могут не являться критериями успешной работы общества, например, его основной деятельности.** Часто причины курсовых колебаний акций могут быть вообще необъяснимы, так как задаются на вторичном рынке его участниками (слухи, спекуляции, манипуляции и т.д.). Величина дивидендов в конкретном отчетном периоде также может не отражать фундаментальных успехов бизнеса общества (например, стать следствием продажи имущества), а в долгосрочном периоде, наоборот, причинить акционерам ущерб. **Именно одновременное выполнение двух указанных выше условий говорит о здоровом состоянии общества, его устойчивости, стабильном развитии, а также о своевременном и полном отражении достигнутых результатов общества в курсовой стоимости его акций.**

Главный принцип определения вознаграждения лиц, входящих в органы управления акционерным обществом, – **взаимосвязь между**

суммами выплачиваемого вознаграждения и показателями, на которые могут и должны влиять органы управления обществом, исходя из имеющихся у них полномочий. Различия в компетенциях совета директоров общества и его исполнительных органов подробно рассмотренные в предыдущих главах, определяют тонкости в конструировании механизмов определения их вознаграждения. Базой для расчета и источником выплаты переменной части вознаграждения, как правило, выступает чистая прибыль общества.

9.2 Способы мотивации членов исполнительных органов управления обществом

Вознаграждение лиц, входящих в исполнительные органы общества, содержит в себе две составляющих. Фиксированная часть определена трудовым договором с обществом, заключенным с данным лицом. Переменную составляющую вознаграждения **единоличного исполнительного органа и членов коллегиального исполнительного органа рекомендуется устанавливать в привязке к финансовым показателям компании (ROE, чистая прибыль), сместив акцент с величины рыночной стоимости акции и динамики дивидендных выплат на показатели внутренней стоимости общества (чистая прибыль, собственный капитал, выручка).** Это обстоятельство связано с тем, что основная задача менеджмента согласно его компетенции – рост финансовых показателей общества (в отличие от совета директоров, отвечающего за наличие и функционирование в обществе МУАК). Вместе с тем это обстоятельство не исключает возможности дополнительной мотивации лиц, входящих в исполнительные органы и отвечающих за основную деятельность общества. По инициативе крупных акционеров может быть организована опционная программа, которая будет распространяться на ключевых сотрудников. Важно отметить, что само общество в этом не должно принимать участия во избежание злоупотреблений (об этом речь пойдет ниже).

ПЧСД следует выступать против расширенного перечня критериев эффективности качества работы исполнительных органов управления

обществом, равно как и привязки вознаграждения топ-менеджмента общества к валовым показателям (наподобие доли рынка). Чрезмерное усложнение расчетов приведет к делению установленных критериев на основные и вспомогательные, многие из которых не имеют отношения к эффективности работы общества и доходам акционеров.

Также ПЧСД должен обращать внимание на состав органов управления обществом, который не должен быть раздутым. В исполнительных органах должны работать только лица соответствующей квалификации, кроме того, любое расширение исполнительных органов должно быть мотивировано.

Невыполнение установленных бизнес-планом общества ориентиров повлечет за собой сокращение вознаграждения топ-менеджмента. **Регулярное невыполнение утверждаемых советом директоров ключевых показателей бизнес-плана должно служить основанием для смены исполнительных органов управления обществом, если уставом это отнесено к компетенции совета директоров общества.** Если же подобные решения принимаются общим собранием акционеров, ПЧСД обязан приложить усилия для вынесения подобного вопроса на рассмотрение акционеров общества.

Основные принципы выплаты вознаграждения лицам, входящим в состав исполнительных органов общества, должны быть закреплены во внутренних документах общества (положение о генеральном директоре, положение о правлении), утверждаемых общим собранием акционеров общества, и быть доступными для всех заинтересованных лиц.

9.3 Способы мотивации членов совета директоров

Акционеры общества, вложив свои средства в акции компании, вправе рассчитывать на то, что члены советов директоров будут качественно выполнять свои обязанности, прикладывая для этого соответствующие усилия. **Работа в совете директоров акционерного общества – это серьезный труд, который должен оплачиваться.** Если члены совета директоров работают безвозмездно, это опасный сигнал для

акционеров и инвесторов, так как причины такого поведения могут не совпадать с целями самих акционеров.

Вознаграждение членов совета директоров состоит из фиксированной части, отражающей его знания и опыт в сфере корпоративного управления и прописанной в положении о совете директоров общества, и его переменной составляющей. При этом вознаграждение выплачивается пропорционально количеству очных присутствий на заседаниях совета директоров. Рекомендуется устанавливать фиксированную часть вознаграждения членам совета директоров на уровне ниже, чем у представителей исполнительного менеджмента, отражая тем самым больший объем трудозатрат последних. В то же время переменная часть (как процент от чистой прибыли) для совета директоров может быть установлена на более высоком уровне.

В отличие от исполнительного менеджмента, задачей которого является поддержание благоприятной динамики ключевых показателей финансовой деятельности общества (чистая прибыль, рентабельность собственного капитала), совет директоров отвечает за наличие в обществе МУАК. Основным критерием качества работы совета директоров общества является своевременная и полная трансформация экономических показателей деятельности общества в дивидендные выплаты и курсовую стоимость акций общества. Если соответствующей корреляции не наблюдается (то есть общество работает успешно, но в курсовой стоимости акций отражения это не находит), можно говорить об отсутствии в обществе МУАК или действий совета директоров по ее исполнению; как следствие, работу совета директоров общества акционеры должны признать неудовлетворительной.

В этой связи главным критерием выплаты вознаграждения, за который должен выступать ПЧСД, является привязка основной доли выплат к конкретным критериям эффективности работы общества и доходам его акционеров. К числу таких показателей относятся **рентабельность собственного капитала (ROE), динамика дивидендных выплат, рост курсовой стоимости акций общества (для публичных компаний), рост балансовой стоимости одной акции общества (может использоваться для непубличных компаний).** При этом

особо отметим, что использование критерия курсовой стоимости акций является необходимым, но не достаточным условием для выплаты вознаграждения совету директоров. Система вознаграждения должна быть сконструирована таким образом, чтобы не ставить указанное вознаграждение в зависимость только от котировок акций на вторичном рынке. Причина этого уже описана выше: далеко не всегда котировки вторичного рынка являются следствием работы акционерного общества в целом и работы совета директоров в частности. Пример правильной конструкции описан в приложении к настоящей главе.

Что касается количественного состава совета директоров, то здесь существует минимальная граница, установленная законодательством. Эта минимальная граница привязана к количеству акционеров общества. **С увеличением числа акционеров в обществе автоматически растет и количественный состав совета директоров.** Этот процесс также находится в зависимости от **структуры акционеров общества: чем более она диверсифицирована, тем больший количественный состав совета директоров рекомендуется иметь обществу.** Если же ПЧСД впервые приходит работать в совет директоров, то ему надлежит оценить его количественный состав и при необходимости заручиться поддержкой акционеров о снижении количества мест в данном органе. При этом количественный состав совета директоров должен предусматривать не менее 7 мест. Если его значение находится на уровне минимальной отметки (законодательством предусмотрено не менее 5 мест), то возникает риск нарушения функционирования совета директоров, так как выбытие даже одного его члена нарушит требуемый законодательством порог и может привести к лишним транзакционным издержкам общества (проведение внеочередного собрания акционеров и формирование нового состава совета директоров).

Вознаграждение членов совета директоров рекомендуется устанавливать исходя из динамики ключевых критериев, описанных выше. Наиболее правильным представляется плавающий размер вознаграждения, установленный в процентах от чистой прибыли и изменения рыночной (балансовой стоимости) одной акции общества. В то же время постоянную часть вознаграждения рекомендуется по возможности снизить, чтобы не отягощать нераспределенную прибыль

излишними выплатами (согласно МУАК, основными способами распределения чистой прибыли являются возврат средств акционерам или инвестиции внутри общества).

Основные принципы выплаты вознаграждения членам совета директоров общества должны быть закреплены во внутренних документах общества (положение о совете директоров общества), утверждаемых собранием акционеров, и быть доступными для всех заинтересованных лиц.

Обществу рекомендуется публиковать сведения о выплаченных суммах вознаграждения членам совета директоров, а также лицам, входящим в состав единоличного и коллегиального органов управления обществом с разбивкой по видам выплат и указанием критериев начисления этих выплат.

Приложение 1

Вариант системы вознаграждения в акционерном обществе (пример с условными параметрами)

Для исполнительного менеджмента:

Фиксированная часть вознаграждения исполнительного менеджмента, как уже отмечалось, является следствием двусторонних переговоров с советом директоров общества и закрепляется в трудовом контракте.

Переменная часть вознаграждения может быть определена следующим образом:

0,5% от чистой прибыли выплачивается за сам факт ее наличия (иными словами при отсутствии убытков в отчетном периоде).

1,5% от чистой прибыли дополнительно выплачивается в случае, если ROE общества в отчетном периоде превышает ориентир, установленный акционерами с точки зрения требуемой доходности (например, превысит двойную процентную ставку по государственным ценным бумагам или двойную ставку рефинансирования Центрального банка).

0,75% от чистой прибыли дополнительно выплачивается в случае, если рыночная стоимость (котировки акций) превышает расчетную

стоимость компании, которая вычисляется как годовая чистая прибыль общества, умноженная на семь (данный коэффициент утверждается собранием акционеров, закрепляется в соответствующем положении и может быть определен в ином размере или вычисляться по формуле).

При выполнении всех указанных условий переменная часть вознаграждения лиц, входящих в исполнительные органы управления обществом, может составить 2,75% от годовой чистой прибыли общества.

Для совета директоров:

Фиксированная часть может быть определена следующим образом.

Например, размер годовой фиксированной части, приходящейся на одного члена совета директоров: 100 000 руб. Тогда стоимость одного заседания: 100 000 руб./ (количество заседаний по итогам года между очередными собраниями акционеров). Затем определяется, сколько заседаний отработал тот или иной член совета директоров. Итоговый размер причитающегося фиксированного вознаграждения определяется перемножением данных показателей.

Переменная часть вознаграждения может быть определена следующим образом.

0,5% от чистой прибыли выплачивается за сам факт ее наличия (иными словами при отсутствии убытков в отчетном периоде).

0,75% от чистой прибыли дополнительно выплачивается в случае, если ROE общества в отчетном периоде превышает ориентир, установленный акционерами с точки зрения требуемой доходности (например, превысит двойную процентную ставку по государственным ценным бумагам или двойную ставку рефинансирования Центрального банка).

2% от чистой прибыли дополнительно выплачивается в случае, если рыночная стоимость (котировки акций) превышает расчетную стоимость компании, которая вычисляется как годовая чистая прибыль общества, умноженная на семь (данный коэффициент утверждается собранием акционеров, закрепляется в соответствующем положении

и может быть определен в ином размере или вычисляться по формуле).

При выполнении всех указанных условий переменная часть вознаграждения лиц, входящих в совет директоров общества, может составить 3,25% от годовой чистой прибыли общества.

Конкретные цифры могут различаться в разных компаниях, равно как и требования акционеров к минимальному значению ROE. Следует, однако, отметить, что границы желаемого акционерами ROE не должны изменяться волюнтаристски, а четко коррелировать с уровнем процентных ставок в экономике. Такая же ситуация и с оценкой капитализации компании через количество чистых прибылей. Сами же проценты вознаграждения от чистой прибыли зависят, прежде всего, от масштабов деятельности общества и, как следствие, абсолютного размера чистой прибыли.

Указанные механизмы могут быть вынесены на утверждение собрания акционеров как самим советом директоров, так и крупными акционерами общества. Данные условия работы должны быть закреплены в положении об исполнительном органе и в положении о совете директоров соответственно. **Меняться данные условия могут только акционерами, так как фактически являются предложениями условий работы членам ключевых органов управления обществом – исполнительному менеджменту и совету директоров.**





Глава 10. Система внутренних документов акционерного общества

В предыдущих главах были освещены наиболее принципиальные моменты, которыми должен руководствоваться ПЧСД при голосовании по вопросам повестки дня совета директоров. Однако положения данного Кодекса сами по себе носят рекомендательный характер и формально не обязательны к исполнению. **Их обязательный статус достигается с помощью грамотно выстроенной системы внутренних документов общества и тесной взаимосвязи с уставом.** Это обстоятельство делает систему внутренних документов важнейшим элементом работы акционерного общества. **От того, каким образом закреплены права и обязанности всех участников деятельности акционерного общества (акционеров, совета директоров, исполнительных органов), зависит успех и долгосрочность функционирования бизнеса.**

Все документы общества можно разделить на две группы: обязательные в силу требований законодательства и не обязательные. Документы первой группы утверждаются акционерами (общим собранием акционеров). В соответствии с законом «Об акционерных обществах» у общества в обязательном порядке должны существовать следующие документы:

- устав;
- положение о ревизионной комиссии (ревизоре) общества;
- положение о коллегиальном исполнительном органе общества (в случае наличия коллегиального исполнительного органа);
- положение о филиалах и представительствах (в случае их наличия).

Стоит отметить, что положение о совете директоров, положение о единоличном исполнительном органе, а также иные документы акционерного общества (положение о дивидендной политике или информационной политике) не являются обязательными в силу требований законодательства. Общество по своему усмотрению решает, принимать эти документы или не принимать. В любом случае их содержание не должно противоречить положениям устава акционерного общества и требованиям законодательства.

В данной главе мы опишем систему внутренних документов, на которую должен ориентироваться ПЧСД и стремиться к ее внедрению в обществе. В общем виде она может быть выражена следующей схемой:

Общая схема внутренних документов акционерного общества

Устав			
Положение о совете директоров	Положение о коллегиальном исполнительном (и/или единоличном) органе	Положение о ревизоре (ревизионной комиссии)	Положение о филиалах и представительствах

Необходимо отметить, что указанные положения должны быть упомянуты в уставе общества и по смыслу являться его неотъемлемой частью, то есть права и обязанности, вытекающие из данных документов общества, обязательны к исполнению соответствующими органами акционерного общества. Нарушение их исполнения фактически является нарушением устава общества, а убытки из-за таких действий могут быть возмещены акционерами через суд. Также нарушения или некорректное исполнение своих обязанностей являются информацией акционерам для целей реализации своих прав при последующих выборах (перевыборах) органов управления обществом.

ПЧСД должен внимательно ознакомиться с уставом общества и провести проверку его положений на соответствие требованиям действующего законодательства. **Главный же вывод, который необходимо сделать, – насколько текущая конструкция устава согласуется с требованиями лучших стандартов корпоративного управления и создания акционерной стоимости, при этом в учет принимаются характер и сфера деятельности общества.**

Такие важные документы как кодекс корпоративного поведения, положение о модели управления акционерным капиталом (включая положение о дивидендной политике и положение об условиях проведения дополнительных выпусков и обратного выкупа акций), положение об информационной политике могут существовать в отдельном виде (как собранный воедино документ) для **целей информирования** инвестиционного сообщества. **В обязательном порядке они должны быть закреплены (утверждены общим собранием акционеров) в основных пяти документах, приведенных выше, и стать обязательными к исполнению соответствующими органами акционерного общества. Иначе говоря, каждое требование, положение или пункт из этих документов должны найти отражение в пяти основных документах акционерного общества и стать не декларацией, а нормой для исполнения соответствующим органом управления обществом. При этом необходимо еще раз отметить, что невыполнение указанных обязанностей будет являться нарушением соответствующего утвержденного обществом документа, и, как следствие, устава общества.**

Таким образом, система внутренних документов общества представляет собой совокупность договорных отношений между тремя основными участниками деятельности акционерного общества: акционерами, их представителями (советом директоров) и исполнительным менеджментом. Отметим, что **менять эти договорные отношения могут только акционеры (собственники), принимая решения определенным кворумом. Это значит, что две остальные группы (совет директоров и исполнительный менеджмент) либо соглашаются на утвержденные условия работы, либо не работают в обществе.** Если утвержденные условия работы не устраивают тех или иных кандидатов в совет директоров или в исполнительный менеджмент, то акционеры могут изменить эти условия, но только через утверждение соответствующих документов общества и в соответствии с правилами, установленными законом «Об акционерных обществах». Следует помнить, что между тремя сторонами существует врожденный конфликт интересов: одни хотят платить меньше за проделанную работу, другие – больше получать за свою работу. Поэтому **акционеры заинтересованы в том, чтобы посредством утверждения соответствующих внутренних документов создать условия, в которых совету директоров и исполнительному менеджменту было бы максимально выгодно действовать в интересах акционеров (речь идет об интересах всех акционеров).**

При этом инициаторами изменений внутренних документов общества могут быть как текущий совет директоров акционерного общества, так и акционеры – владельцы двух и более процентов голосующих акций по собственной инициативе или по чьему-либо совету. Здесь следует отметить, что такая возможность у акционеров – владельцев двух и более процентов голосующих акций общества есть только в случае, если это предусмотрено уставом общества. Законодательство по умолчанию относит вынесение на собрание акционеров изменений во внутренние документы общества к компетенции совета директоров, поэтому ПЧСД должен приложить усилия для появления в уставе соответствующей нормы.

В этой связи одним из самых важных действий ПЧСД является разработка и вынесение на утверждение органов управления

общества соответствующих документов, а при необходимости – изменений и дополнений к ним. В приведенной ниже таблице собраны принципиальные моменты, требующие своего отражения в системе внутренних документов общества.

Ключевые положения, требующие отражения в системе внутренних документов общества

Документ	Ключевые особенности (дополнительно к основному функционалу)	Утверждение и изменение
Устав	<p>Должно быть предусмотрено наличие положения о совете директоров и положения о коллегиальном исполнительном (и/или единоличном) органе.</p> <p>В устав могут быть вынесены определенные положения и правила, которые требуют более высокого кворума. В противном случае они должны быть описаны в нижестоящих документах</p>	Общее собрание акционеров, 75% от кворума + 1 акция
Положение о совете директоров	<p>Четко прописанная система формирования исполнительных органов (выдвижение, сроки, выборы, состав и пр.).</p> <p>Обязательное условие: наличие и способ принятия бизнес-плана работы общества (рекомендуется на три года с детализацией на ближайший год). Бизнес-план разрабатывается исполнительным органом, а совет директоров</p>	Общее собрание акционеров, 50% от кворума + 1 акция

	<p>утверждает или отправляет на доработку, реализуя, таким образом, общую стратегию развития общества. Независимо от горизонта планирования бизнес-план представляется на рассмотрение и утверждение совету директоров ежегодно. Таким образом обеспечивается актуальность бизнес-плана.</p> <p>Должна быть прописана система контроля за деятельностью исполнительного органа на основании отчетности, предоставляемой как менеджментом, так и независимыми контролирующими органами (аудитор, ревизор). В правах совета директоров должны быть прописаны сроки и состав получаемой отчетности.</p> <p>Должны быть описаны права и обязанности совета директоров, связанные со специфическими особенностями того или иного бизнеса. В качестве примера можно привести утверждение и запуск новых продуктов или уровень долговой нагрузки общества.</p> <p>Должны быть описаны порядок работы и способы принятия решений советом директоров.</p> <p>Должна быть описана система вознаграждения совета директоров (принципы описаны в главе 9).</p> <p>Так как реализация МУАК является прерогативой совета директоров, то основные ее положения и порядок действий по ее реализации должны быть описаны в положении о совете директоров. Сама же</p>	
--	--	--

	<p>МУАК может существовать как отдельный информационный документ, так и в качестве приложения к данному положению.</p> <p>Должна быть описана система раскрытия информации (обоснование решений) перед акционерами (например, обоснование цены и объема обратного выкупа акций или размер рекомендуемых к выплате дивидендов). Таким образом, часть (относящаяся к обязанностям совета директоров) такого документа, как информационная политика, должна быть закреплена именно в положении о совете директоров. Сам же документ об информационной политике может существовать как в виде отдельного документа, так и в качестве приложения к данному положению</p>	
<p>Положение о коллегиальном исполнительном (и/или единоличном) органе</p>	<p>Должен быть определен состав и регламент принятия решений исполнительным органом (круг рассматриваемых вопросов, порядок рассмотрения и пр.).</p> <p>Должны быть определены сроки подготовки и представления совету директоров бизнес-плана развития общества, а также его структура и состав. Информация в бизнес-плане должна давать полное представление о планах развития</p>	<p>Общее собрание акционеров, 50% от кворума + 1 акция</p>

общества, затратах и возможных эффектах. Например, обязательными пунктами бизнес-плана должны быть: описание рынка, на котором работает эмитент, продуктовая линейка, бюджет (составляющей этого раздела может быть положение об оплате труда), прогноз финансовых показателей, риски.

Крайне четко должна быть прописана система отчетности исполнительного органа перед советом директоров – сроки, состав, обязательные пункты. В рамках информационной политики часть этой отчетности должна раскрываться максимально публично. Таким образом, часть (относящаяся к обязанностям исполнительного органа) такого документа, как информационная политика, должна быть закреплена именно в этом положении. Сам же документ об информационной политике может существовать как в виде отдельного документа, так и в качестве приложения к данному положению.

Должна быть описана система вознаграждения исполнительного органа (принципы описаны в главе 9).

Учитывая, что исполнительный орган общества принимает участие в реализации МУАК, то относящиеся к нему положения и порядок действий по их реализации должны быть описаны в положении об исполнительном органе. Сама же МУАК может существовать как в виде отдельного информационного документа, так и в качестве приложения к данному положению.

Положение о ревизоре (ревизионной комиссии)	Должны быть описаны права и обязанности ревизора, а также порядок его работы. Ключевым фактором работы ревизора является проверка корректности и полноты представляемой отчетности исполнительным органом	Общее собрание акционеров, 50% от кворума + 1 акция
Положение о филиалах и представительствах	Должны быть регламентированы порядок работы, принципы функционирования, наличие и состав обязательной отчетности и другие особенности деятельности данных подразделений	Общее собрание акционеров, 50% от кворума + 1 акция
Дополнительные информационные документы		
Кодекс корпоративного управления	Комплексный документ, характеризующий уровень корпоративного управления в акционерном обществе. Содержит свод правил и принципов, которым общество обязуется следовать в своей деятельности	Собирается воедино и утверждается советом директоров
Положение об инсайдерской информации	Основное содержание регулируется требованиями действующего законодательства. Документ может содержать дополнительные требования к инсайдерам с целью исключения преимуществ какой-либо группы лиц перед рядовым инвестором	Собирается воедино и утверждается советом директоров

Положение об информационной политике	Должны быть подробно описаны основные принципы раскрытия информации о деятельности общества (данный вопрос подробно освещен в главе 7)	Собирается воедино и утверждается советом директоров
Положение о модели управления акционерным капиталом и дивидендной политике	Изложенная понятным языком информация о принятой в обществе МУАК, принципах и причинах определенных корпоративных действий (выплата/невыплата дивидендов, обратный выкуп/размещение акций), утверждаемых общим собранием акционеров или осуществляемых советом директоров. Предоставление акционерам информационных документов, содержащих обоснование и расчеты. Отчетность по результатам проведенных действий. Мониторинг соответствия рыночной стоимости и фундаментальной стоимости акций общества	Собирается воедино и утверждается советом директоров

Отметим еще раз главную особенность любого информационного документа: обязательность исполнения каждой статьи такого документа обеспечивается за счет ее фиксации в основных (утвержденных общим собранием акционеров) документах общества. Таким образом, информационный документ должен содержать ссылки на соответствующие пункты основных документов (где предусматривается ответственность за его исполнение). В противном случае принципы, изложенные в информационных документах, становятся

декларативными (а порой и декоративными) и могут не выполняться или реализовываться частично.

Общие требования к системе внутренних документов общества могут быть сформулированы следующим образом:

1. Отсутствие чисто формального подхода. Форма документов не должна превалировать над их содержанием. Именно благодаря условиям, закрепленным в этих документах, должно работать и развиваться акционерное общество. Таким образом, документы общества – это одновременно и инструкция, и правила, и идеология. Изменение этих документов должно происходить с целью улучшения условий работы на благо всех акционеров. Такие изменения находятся только во власти собственников (принимаются общим собранием акционеров) и означают изменение условий фактически публичного договора, на основании которого работает каждый орган акционерного общества. Четко определенная ответственность органов управления значительно затрудняет возможность нарушения прав акционеров в обществе и является хорошей защитой от недружественных намерений третьих лиц.

2. Полномочия различных органов управления обществом не могут пересекаться. Необходимо четко и определенно прописать права и обязанности (сферу ответственности) каждого органа акционерного общества. В системе документов не должно быть противоречий, например, один и тот же вопрос не может решаться разными органами общества одновременно. Документы должны быть ориентированы на достижение конкретных результатов для акционеров (четкая определенность целей и задач для каждого органа).

3. Следствием вышесказанного должно стать отсутствие вопросов, решение которых не закреплялось бы за определенным органом управления обществом в строго установленные сроки.

4. Права и обязанности органов управления обществом должны находиться в тесной взаимосвязи. В документах должна быть четко описана система принятия решений и полностью исключены тупиковые ситуации при управлении обществом. Система внутренних документов означает их взаимодополняемость (например, права одних органов управления обществом коррелируют с обязанностями других).

5. Документы общества должны содержать описание необходимых отчетных форм с четко определенным минимумом конкретной информации. ПЧСД должен стремиться к принятию системы документов в обществе, полностью соответствующей описанным выше принципам. Объяснение смысла и необходимости данных документов (или изменений в них) также является обязательной деятельностью ПЧСД. Он может разработать положения и устав (либо изменения и дополнения к ним) как лично, так и с участием остальных членов совета директоров. Следует помнить, что акционерное общество – это сложный и живой организм, требующий постоянного развития. Именно система грамотных внутренних документов призвана создать условия для долгосрочного процветания акционерного общества.



Прогрессивность развитых фондовых рынков основана не только на грамотных инвесторах, но и на разумных действиях по управлению акционерным капиталом со стороны бизнеса. Понимание физического смысла модели управления акционерным капиталом (МУАК) и умение пользоваться ее инструментами является важнейшим условием качественной работы совета директоров!

Благоприятный инвестиционный климат, развитый фондовый рынок и сильный класс национальных инвесторов – неперенное условие для успешного развития страны и высокого уровня жизни в ней.

Эта книга – наш вклад в процветание России!



*Совет Директоров и
Администрация УК "Арсенал" и*