

Новая реальность: Корпоративное управление 2.0

Леонид Грязнов, Максим Ойрах

Октябрь 2024

Публикуя данную статью, авторы хотели бы поделиться мнением относительно некоторых ключевых факторов новой реальности, которые в настоящее время определяют концепцию рынка капитала в России.

«Мир никогда уже не будет прежним». Так в начале 2020 года, не в первый раз за всю осознанную историю человечества, свидетельствовал коллективный разум. «Мы будем вынуждены всегда носить маски, дистанцироваться друг от друга, даже от родных и близких, «пандемийное» мышление теперь навсегда у нас в крови».

Но завершился 2021 год, вирус был остановлен слаженными действиями всего человечества и, вероятно, применением вакцин. Жизнь вновь стала входить в прежнюю, привычную колею.

Однако уже начало 2022 года потрясло геополитическими вызовами такого масштаба, что тезис о невозврате к прежним временам снова оказался на повестке дня. Прежде всего в вопросах экономики и финансов. Западные санкции установили существенные ограничения на устойчивое функционирование бизнес-моделей российских компаний, как полностью публичных, так и с госучастием. Функционирование банковской системы испытывает значительные затруднения. Международные расчеты перепрофилируются в поисках альтернативных путей.

При этом парадоксальной остается позиция ключевых экономических агентов, как регулятора, так и ряда представителей российского бизнеса, которая сводится к тезису о том, что еще немного – и «вакцина» для финансового рынка будет найдена, так сказать, «маски можно будет снять». А пока будем продолжать действовать в парадигме того рынка, который (по мнению авторов) уже ушел в прошлое безвозвратно.

Попробуем взглянуть на ситуацию с учетом знакового поведенческого индикатора участников рынка – концепции корпоративного управления.

Квинтэссенция корпоративного управления – это контроль за наемным менеджментом со стороны владельцев коммерческих компаний.

Впервые о контроле в отношении наемного менеджмента задумались венецианские купцы. Результатом их раздумий на эту тему явились правила бухгалтерского учета, которые позволили контролировать капитал в обороте. С появлением долевой собственности владельцем конкретного предприятия становился уже не один предприниматель и не группа предпринимателей, которые хорошо знали друг друга, а неограниченное число акционеров, купивших свои акции исключительно с целью получения дохода. Вопрос об ответственности менеджмента публичных компаний перед акционерами заиграл новыми гранями, и эта многогранность нашла свое отражение в концепции корпоративного управления.

Так, на смену капитализму, при котором ключевыми фигурами являлись выдающиеся организаторы производства (имена многих из них увековечены сегодня в названиях корпораций), пришел корпоративный капитализм, при котором с трудом можно найти яркие имена. Огромные современные корпорации управляются командами наемных менеджеров, которые, как предполагается, действуют в интересах акционеров.

Вместе с тем время от времени мы видим, как появляются новые предприниматели, которые своим трудом, талантом и удачливостью создали и развивают успешные компании, деятельность которых приобретает иногда глобальный масштаб. Но когда такие компании выходят на размещение своих акций, железные рамки правил корпоративного управления начинают ограничивать владельцев бизнесов в их «свободном творчестве». Это, в свою очередь, нередко приводит к напряженности в отношениях таких «новых талантов» с советами директоров.

Интересно, что подобная напряженность между талантливыми венчурными лидерами и корпоративной структурой существует достаточно давно. Известен пример компании Occidental Petroleum: когда умер ее основатель и крупнейший акционер Арманд Хаммер, котировки акций компании поднялись на 30%. Консервативные инвестиционные фонды облегченно вздохнули и увеличили лимиты на эти акции, так как постоянные бизнес-авантюры (иногда удачные, но нередко – провальные) основателя компании естественным образом прекратились.

История корпоративного управления в Российской Федерации

В России период 90-х годов характеризовался появлением предпринимателей – ярких личностей. Создание крупной вертикально интегрированной компании на базе приватизированной собственности было, по своей сути, проектом, основные риски которого можно приравнять к венчурным, а не промышленным

в традиционном понимании этого слова. В то же время потребность в капитале диктовала таким компаниям свои правила. И эти правила назывались правилами корпоративного управления.

При этом следует отметить, что на рубеже 90-х годов институт корпоративного управления в России создавался преимущественно для обеспечения интересов иностранных инвесторов.

Именно они тогда обеспечивали основной инвестиционный спрос в отношении на тот момент крайне недооцененных российских компаний. Фактически доля иностранного капитала в структуре капитала ведущих российских компаний в свободном обращении достигала 70-80%.

В комбинации с политикой твердого курса национальной валюты это способствовало притоку иностранного капитала и стимулировало отток национального капитала. Такие гиганты глобального финансового рынка, как BlackRock, Capital, Fidelity и другие, ревностно следили за соблюдением своих прав как акционеров российских компаний (в ряде случаев – достаточно крупных акционеров). Поэтому многие из них выбирали стратегию активного инвестирования, постоянно находились в диалоге с объектами своих вложений. Зачастую велась работа, направленная на непосредственное управление бизнесом на высшем уровне – через участие в советах директоров компаний.

Нередко игнорирование российскими компаниями так называемой «лучшей практики» корпоративного управления было обусловлено желанием их руководства ограничить влияние иностранных инвесторов. Ведь иногда речь могла идти даже о потере контроля над российской частью бизнеса.

Однако постепенно эпоха крупных корпоративных конфликтов и войн уходила в прошлое.

С учетом принятия в 2014 году обновленного Кодекса корпоративного управления Центрального банка Российской Федерации был заложен фундамент достаточно эффективного на тот момент механизма корпоративного управления в российских компаниях.

Актуальность корпоративного управления в эпоху перемен

Нынешняя ситуация в российской экономике характеризуется ростом промышленного производства, основным драйвером которого является машиностроение. Сохраняется высокий рост инвестиционной активности – как частных инвестиций, так и инвестиций со стороны государства. При этом политика увеличения государственных расходов на заказы в промышленности привела к ускорению роста накоплений населения. Важно отметить, что рост накоплений отмечен у тех групп населения, которые в предыдущие 30 лет не имели возможности осуществлять накопления, находясь по уровню доходов около границы выживания.

Одновременно ускорилось формирование развитой цифровой инфраструктуры финансового рынка. Проще говоря, появилась возможность осуществлять инвестиции на расстоянии вытянутой руки, буквально «на кончиках пальцев». Новые цифровые решения при этом стали не только причиной изменений механизмов взаимодействия рынка с его участниками, но также и изменений самого финансового рынка, его инфраструктуры, появления новых, доступных инвестиционных продуктов.

Как результат, миллионы (по некоторым оценкам – десятки миллионов) физических лиц – российских граждан стали инвестировать свои накопления в ценные бумаги отечественных компаний. Для оценки масштаба этих инвестиций можно отметить, что в рамках первичных и вторичных биржевых размещений спрос со стороны институциональных инвесторов, таких как брокерские компании, ПИФы, обычно не превышает 30 млрд рублей. В то же время спрос со стороны частных (розничных) инвесторов зачастую превышает институциональный спрос в 3-4 раза.

В таких условиях игнорирование принципов корпоративного управления означает осознанное игнорирование интересов миллионов граждан страны. Это, в свою очередь, переводит тему добросовестного соблюдения таких принципов в политическую плоскость.

Сегодня мы видим, как на рынок капитала выходят новые эмитенты. Эти компании возникли и активно развивались в последние 30 лет. Они не были созданы на базе приватизированных советских компаний. Это молодые растущие компании. Риск вложения в их ценные бумаги в целом выше, чем в бумаги сформировавшихся лидеров российского фондового рынка. Больше и

доходность, в связи с чем вероятность дефолта у таких компаний выше, чем у «голубых фишек», и качественное корпоративное управление тут критически важно.

Осознанный инвестор должен принимать на себя промышленный и венчурный риски, но не риск плохого корпоративного управления.

Очевидно, что решение вопроса доминирования частных инвесторов на рынке – комплексный процесс. Должна усиливаться роль институциональных инвесторов, способных быть его базой, основой. Институциональные инвесторы обладают мощным аналитическим аппаратом для справедливой оценки объектов инвестиций. Когда доля таких инвесторов на рынке становится значительной, это позволяет избежать эффекта «качелей» волатильности, присущих фондовым рынкам Китая и Индии, где количество частных инвесторов составляет сотни миллионов.

Кроме того, с регуляторной точки зрения важно способствовать тому, чтобы инвесторы – физические лица передавали сбережения в институты коллективных инвестиций. В связи с этим регулятор должен расширить возможности ПИФов для инвестирования в ценные бумаги, а частным инвесторам таких ПИФов предоставить налоговые послабления. Следует отметить, что льготы по инвестированию позволят снизить инфляционное давление на ограниченную товарную массу. Кнут высокой учетной ставки должен дополняться пряником налоговых льгот для инвестирования в инструменты коллективных инвестиций.

Вместе с тем, наряду с такими рыночными мерами, важность обновленных эффективных практик корпоративного управления становится всё более актуальной.

Авторы видят задачу данной статьи в формировании активной дискуссионной среды, ориентированной на принятие всеми заинтересованными сторонами того факта, что изменения на рынке необратимы, мы уже не вернемся в состояние «до эпохи перемен».

Инструментарий обновленного корпоративного управления должен формироваться с учетом новых реалий и практик, уже сложившихся на рынке.

В частности, можно обсуждать требования и инициативы регулятора по вопросам раскрытия информации эмитентами. Как никогда актуальными также

становятся вопросы получения эмитентами доступа к спискам владельцев своих ценных бумаг.

Скорректированная с учетом текущих реалий новая концепция корпоративного управления сможет послужить действенным инструментом, гармонично дополняющим существующий инструментарий государственной политики. При этом надо понимать, что такая корректировка не свидетельствует о полном отказе от наработанной десятилетиями модели корпоративного управления. Речь в первую очередь идет о детальном анализе реалий и новых рисков, которые возникают у российских корпораций и которые регуляторы должны выявлять и учитывать.

ООО «Горизонт КФ»

Контакты:

+7 (495) 225-03-35

info@horizon.ru

www.horizon.ru

@HorizonCF