

# СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ ТОП-МЕНЕДЖМЕНТА: РОССИЙСКИЕ И ЗАРУБЕЖНЫЕ ПРАКТИКИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ (1)

Екатерина Ухова, Геладжо Дикко, Наталья Белякова<sup>1</sup>

Вознаграждение руководителей высшего звена всегда было предметом особого интереса со стороны инвесторов, общественности и СМИ, а с некоторых пор и регуляторов. В США распространено мнение, что именно взрывной рост вознаграждения руководства компаний послужил одной из причин увеличения экономического и социального неравенства. По данным Института экономической политики, с 1978 по 2013 год средний размер вознаграждения первого

---

<sup>1</sup> Ухова Екатерина Сергеевна, партнер, консультирование по вопросам управления персоналом; Дикко Геладжо, партнер, налоговые и юридические услуги; Белякова Наталья Сергеевна, директор, налоговые и юридические услуги, – Ernst & Young (CIS). В качестве экспертов в подготовке главы принимали участие Луканцев Алексей Алексеевич, менеджер, консультирование по вопросам управления персоналом; Коваленко Евгения Александровна, консультант, консультирование по вопросам управления персоналом, – Ernst & Young (CIS).

лица американских компаний, с учетом уровня инфляции, увеличился на 973%. Это резко контрастирует с 10%-ным ростом вознаграждения рядового сотрудника компании за тот же период<sup>1</sup>. Другие исследования свидетельствуют о стремительных темпах роста вознаграждения топ-менеджмента, опережающих инфляцию и динамику фондового рынка, а в отдельных случаях и рост вознаграждения персонала в Канаде, Австралии, Великобритании, Германии и других странах континентальной Европы<sup>2</sup>. Значительное увеличение размеров компенсации руководителям высшего звена наблюдается и в России: с 2014 по 2018 год среднее совокупное вознаграждение президента/генерального директора увеличилось в 2,5 раза<sup>3</sup>. Существуют различные объяснения быстрого роста вознаграждения первых лиц компании в странах с развитыми экономиками. (2)

- Некоторые эксперты связывают эту тенденцию с ростом бизнеса и усложнением бизнес-процессов в целом, что, в свою очередь, увеличивает «стоимость» работников, способных успешно справляться с усложняющейся деловой средой<sup>4</sup>.

- Другие исследователи объясняют рост вознаграждения топ-менеджеров глобализацией и более интенсивной войной за управленческие таланты<sup>5</sup>. Борьба за таланты в глобализованном мире предполагает наем управленческих талантов с внешнего рынка и усиление конкуренции<sup>6</sup>, которая выливается в увеличение размеров совокупного вознаграждения успешных руководителей и подстраивание остального рынка под высокие уровни вознаграждения.

<sup>1</sup> Mishel & Davis (2014). CEO pay continues to rise as typical workers are paid less.

<sup>2</sup> Например, Sapp (2008). The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation.

<sup>3</sup> Здесь и далее российская рыночная статистика представлена по данным ежегодных Обзоров заработных плат и компенсаций ЕУ.

<sup>4</sup> Gabaix & Landier (2006). Why has CEO pay increased so much?

<sup>5</sup> Marin (2009). The battle for talent: globalisation and the rise of executive pay.

<sup>6</sup> Bebchuk & Grinstein (2005). The growth of executive pay.

- Еще одной веской причиной роста совокупного вознаграждения топ-менеджеров считается увеличение размеров вознаграждения, основанного на доле-вых инструментах, которые вместе с фондовым рынком в отдельных случаях могут демонстрировать значительный рост стоимости<sup>1</sup>.

- Существует также мнение, что вследствие асимметрии информации между акционерами и менеджерами последние обладают более сильной позицией при обсуждении условий своего вознаграждения. Ряд экспертов утверждают, что руководители высшего звена управления компаний фактически самостоятельно определяют свой уровень вознаграждения, придавая минимальное значение внешним ограничениям<sup>2</sup>.

(3)

Тенденция стремительного роста вознаграждения топ-менеджмента публичных компаний не могла не привлечь внимания исследователей. Вопросы вознаграждения высшего исполнительного руководства привлекают повышенное внимание на Западе в том числе в связи с увеличением вовлеченности акционеров в процесс принятия решений относительно политик и фактических выплат первым лицам компании (say on pay). Имеется целый ряд публикаций, посвященных вознаграждению топ-менеджмента, темами которых являются:

- взаимосвязь размера вознаграждения с результатами деятельности компаний;
- эффективность набора инструментов вознаграждения и показателей, которые определяют его размер;
- теоретические аспекты, объясняющие те или иные тенденции в системах компенсации руководству компании.

Несмотря на наличие ряда аналитических работ, в российской научной литературе теоретические и практические аспекты вознаграждения руководителей высшего звена не получили достаточного освещения.

---

<sup>1</sup> Shue & Townsend (2016). Growth through rigidity: an explanation for the rise in CEO pay.

<sup>2</sup> Weisbach (2007). Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation.

Дефицит подобных исследований в России может быть обусловлен отсутствием как интереса со стороны инвесторов и общественности, так и должного уровня раскрытия информации о практиках вознаграждения публичными компаниями.

Одной из целей настоящей главы является анализ международных тенденций в подходах к вознаграждению топ-менеджмента за последние несколько десятилетий и факторов, оказывающих влияние на их формирование. Другая важная цель — сравнить действующую российскую практику с зарубежной для понимания того, какой может быть ее последующая траектория развития. Авторы выделяют пять основных групп факторов, влияющих на формирование практики вознаграждения топ-менеджмента:

(4)

- 1) индивидуальные особенности и профессиональные качества руководителей;
- 2) стратегия и задачи, стоящие перед компанией, цели акционеров;
- 3) модель корпоративного управления;
- 4) особенности юрисдикции, например, налоговое законодательство, требования в отношении бухгалтерского учета и отчетности;
- 5) иные внешние факторы, такие как влияние институциональных инвесторов, консультационно-представительских фирм (проху advisors), экспертов по вознаграждениям, состояние экономики или отдельной ее отрасли.

На наш взгляд, региональные и страновые различия в практиках вознаграждения ключевого управленческого персонала объясняются преимущественно спецификой моделей корпоративного управления и особенностями юрисдикции. Поэтому данные факторы будут проанализированы с большей детализацией. В рамках данной главы авторы также рассмотрят:

- роль вознаграждения топ-менеджмента в корпоративном управлении;
- различия в практиках англо-саксонской и континентальной моделей корпоративного управления; сравнение этих моделей с российской с точки зрения их влияния на политику вознаграждения;

- влияние налогового законодательства и требований в отношении отчетности на формирование практики вознаграждения;
- тенденции, выявленные в рамках проведенных исследований практик вознаграждения топ-менеджмента в крупных зарубежных компаниях за последние 30 лет, для их сравнения с текущей практикой компенсации исполнительного руководства в российских компаниях;
- изменения в процессе принятия решений относительно вознаграждения руководителей высшего звена и требований по раскрытию информации о практиках вознаграждения в публичных компаниях;
- особенности политики вознаграждения в кредитно-финансовых организациях.

(5)

### **6.1. Цели, достигаемые путем вознаграждения топ-менеджмента**

Одной из первоочередных целей вознаграждения топ-менеджмента является привлечение и удержание наиболее квалифицированных управленческих талантов. Однако это утверждение справедливо при условии, что нанятые управленцы будут действовать во благо и в интересах компании. Корпоративные скандалы начала XXI века свидетельствуют о том, что это допущение не всегда является правомерным. Привлекательная система мотивации может оказаться неэффективной, предоставляя сотрудникам вознаграждение за действия, которые в состоянии причинить ущерб не только акционерам компании, но и более широкому кругу заинтересованных лиц (стейкхолдеров).

Наглядным примером практик вознаграждения, которые в совокупности с другими факторами привели к серьезным глобальным последствиям, стал мировой финансовый кризис 2008 года. Мнение большинства исследователей<sup>1</sup> сводится к тому, что советы директоров, а зачастую и менеджеры крупнейших финансовых организаций до конца не осознавали всех рисков,

---

<sup>1</sup> Srivastav (2013). Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures and Lessons.

связанных с теми финансовыми продуктами, результаты операций с которыми влияли на размеры вознаграждения<sup>1</sup>. Как следствие, стратегия целого ряда компаний и банков основывалась на неэффективных системах управления рисками и контроля, а впечатляющие результаты в отчетах о прибылях и убытках вселяли уверенность в их финансовом благополучии. Практики вознаграждения управленческого персонала отражали стратегию, направленную на достижение краткосрочных результатов, косвенно поощряя моральный риск (moral hazard) руководителей. В результате менеджмент придерживался рискованных стратегий, потенциально максимизируя собственный доход, при этом не подвергая его тому пропорциональному уровню риска, которому подвергалась компания, и ставя под угрозу перспективу ее устойчивого развития. (6)

Например, по итогам оценки результатов деятельности за 2007 год инвестиционный банк Lehman Brothers отмечал рекордный рост чистой выручки на 10% по сравнению с 2006 годом. На основании этих беспрецедентно высоких показателей Ричарду Фалду, генеральному директору и председателю совета директоров банка, было выплачено вознаграждение в размере 34 млн долл., включая 4,25 млн долл. в качестве бонуса по итогам отчетного периода<sup>2</sup>. Но уже в 2008 году банк объявил о своем банкротстве после того, как Федеральная резервная система США отказалась от оплаты 60 млрд долл. за сомнительные производные инструменты, накопленные на его балансе для совершения сделок с потенциальными покупателями.

Банк Bear Stearns отказался от выплаты бонусов по итогам 2007 года<sup>3</sup>. Тем не менее суммарное вознаграждение его президента с 2000 по 2006 год составило порядка 186 млн долл. За этот же период цена акции компании выросла с 41 до 152 долл. Но уже через год, в 2008 году, банк был приобретен JP Morgan Chase. При этом сделка состоялась исходя из стоимости

<sup>1</sup> Yeoh (2010). The Impact of the Global Financial Crisis on Corporate Governance and Executive Pay in the US and the UK.

<sup>2</sup> Lehman Brothers Holdings Inc. Proxy Statement (2008).

<sup>3</sup> The Bear Stearns Companies Inc. Proxy Statement (2008).

10 долл. за акцию Bear Stearns. В итоге потери акционеров банка составили около 25 млрд долл.<sup>1</sup> Как и в других финансовых организациях, которые считались «слишком большими, чтобы обанкротиться», акционеры оказались далеко не единственной пострадавшей стороной. Убытки населения вследствие спада экономики с сентября 2008 года по декабрь 2009 года составили в среднем около 5,800 долл. на одну американскую семью<sup>2</sup>. Более того, фактические потери налогоплательщиков в результате государственных инициатив по минимизации последствий финансового кризиса составили в среднем 2,050 на домохозяйство<sup>3</sup>.

(7)

Мировой финансовый кризис продемонстрировал, насколько серьезными в совокупности с другими факторами могут быть последствия реализации непродуманной системы вознаграждения. Поэтому во избежание непрофессиональных и недальновидных решений менеджмента, действенная система мотивации, равно как и эффективность прочих механизмов корпоративного управления (внутренний контроль, компетентный совет директоров), являются обязательными условиями стабильного долгосрочного развития компании. Из этого следует, что формирование политики вознаграждения топ-менеджмента зависит, в числе прочего, от принятых в компании механизмов корпоративного управления.

## 6.2. Теории корпоративного управления

Корпоративное управление в широком смысле подразумевает систему взаимоотношений, разделения прав и распределение ответственности между различными заинтересованными лицами компании, включая, но не ограничиваясь собственниками/акционерами, советом директоров, менеджментом, работниками, кредиторами и клиентами компании.

<sup>1</sup> Bogle (2008). Reflections on CEO Compensation.

<sup>2</sup> Swagel (2009). The Cost of the Financial Crisis: The Impact of the September 2008 Economic Collapse.

<sup>3</sup> Ibid.

На протяжении продолжительного времени главной в корпоративном управлении считалась система взаимоотношений между акционерами, советом директоров и менеджментом. Поскольку акционеры, т.е. принципалы, делегируют фактическое управление компанией менеджерам-«агентам», разделение собственности и управления приводит к конфликту интересов, так как каждая сторона преследует свою экономическую выгоду. Подобный конфликт получил название «агентской» проблемы, одним из инструментов решения которой является согласование интересов акционеров и менеджмента путем в том числе разработки подходящей системы мотивации<sup>1</sup>. Например, включение в общее вознаграждение топ-менеджеров долгосрочных элементов и условий возврата ранее выплаченного вознаграждения в случае негативных последствий политики исполнительного руководства может предотвратить действия управленцев, направленные на получение краткосрочных выгод в ущерб долгосрочному росту акционерной стоимости компании. Таким образом, вознаграждение ключевого управленческого персонала является одним из инструментов решения «агентской» проблемы. (8)

Теория ответственного руководства<sup>2</sup> подвергает сомнению основные допущения теории «агентских» отношений и рассматривает топ-менеджмент компании как группу лиц, несущих ответственность за активы, переданные им под контроль акционерами. Например, согласно одному исследованию, совмещение роли генерального директора и председателя совета директоров ведет к более высокой рентабельности капитала по сравнению с компаниями, где подобная практика отсутствует<sup>3</sup>. Тем не менее, примеры двойной функции первого лица компании в крупных инвестиционных банках в 2007 году, как, например, в Lehman Brothers, скорее

---

<sup>1</sup> *Jensen & Meckling* (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.

<sup>2</sup> *Davis, Schoorman & Donaldson* (1997). Toward a stewardship theory of management.

<sup>3</sup> *Donaldson & Davis* (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns.

свидетельствуют о провалах одноуровневой системы, где совет директоров совмещает функции управления компанией и контроля.

Другой популярной теорией является теория заинтересованных лиц<sup>1</sup>, которая рассматривает корпоративное управление в широком смысле, не ограничиваясь взаимоотношениями только между акционерами, советом директоров и менеджментом. Так, исполнение обязанностей во благо принципала, например увеличение акционерного дохода, не является единственной задачей менеджмента. Целью руководителей верхнего звена и совета директоров скорее служит выполнение обязательств по отношению ко всем заинтересованным лицам. Согласно этой концепции стейкхолдерами выступают не только акционеры, но и работники организации, ее клиенты, кредиторы, поставщики и общество в более широком понимании. Например, в публичных и непубличных немецких компаниях действует принцип ко-детерминации: в зависимости от численности организации, от одной трети до половины мест в совете директоров вправе занимать представители трудового коллектива. Таким образом, обеспечивается гарантия защиты прав сотрудников и повышается ответственность управляющих лиц компании перед ними.

(9)

### **6.3. Основные характеристики англо-американской, континентальной (германской) и российской моделей корпоративного управления. Характерные для них практики вознаграждения**

Рассматриваемые модели корпоративного управления с учетом указанных выше теорий можно условно разделить на те, в которых агенты, т.е. менеджмент и совет директоров компании, являются фидуциарами акционеров, и те, где они действуют в интересах более широкого круга стейкхолдеров.

К первой группе относится **англо-американская модель корпоративного управления**, характерная для США, Великобритании, Канады, Австралии

<sup>1</sup>Freeman (1984). Strategic management: a stakeholder approach.

и Новой Зеландии. Ввиду развитого рынка ценных бумаг, и, как следствие, большого количества частных инвесторов наряду с институциональными, владение компаниями в данной модели имеет более дисперсный характер. Так, например, в США акциями владеет 55%<sup>1</sup> взрослого населения, а то время как в России число частных инвесторов на Московской бирже составляет 2 млн человек<sup>2</sup>, т.е. менее 1,5% населения.

Важно отметить ограниченную роль финансовых организаций в англо-американской модели. В некоторых юрисдикциях долгое время существовали ограничения для коммерческих банков по владению долевыми инструментами. Например, в США с 1933 по 1999 год действовал закон Гласса—Стиголла, запрещавший коммерческим банкам проводить операции с акциями других компаний. Другой характерной чертой указанной модели является одноуровневая структура управления в виде совета директоров, роль которого заключается не только в контроле за деятельностью менеджмента, но и в управлении организацией, формировании и имплементации ее стратегии.

Особенности практики вознаграждения отчасти могут быть обусловлены спецификой модели корпоративного управления. В англо-американской модели ключевой целью служит увеличение акционерной стоимости и поэтому наиболее распространенным способом сближения интересов акционеров и менеджмента является предоставление последнему акций компании и введение минимальных требований по владению долевыми инструментами. На данный момент самым распространенным показателем, на основании которого производится расчет долгосрочного вознаграждения менеджеров, выступает совокупный акционерный доход (TSR) как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Ключевая роль рынка ценных бумаг в данной модели может служить объяснением большей частоты враждебных действий, таких как нежелательное

(10)

<sup>1</sup> Statista. Share of U.S. adults investing money in the stock market from 1999 to 2018.

<sup>2</sup> Московская биржа: «Количество частных инвесторов на Московской бирже достигло 2 млн человек».

поглощение. Угроза подобных действий в совокупности с системами мотивации также является механизмом предотвращения оппортунизма и уклонения от должного исполнения своих обязанностей со стороны менеджмента. Вместе с тем «золотые парашюты», т.е. компенсация, предоставляемая руководителям высшего звена в случае их увольнения в результате смены собственника, в состоянии подвергать менеджмент моральному риску в условиях угрозы враждебных действий.

Отличительная особенность **континентальной (германской) модели корпоративного управления** — высокая концентрация собственности. В ней банки принимают активное участие не только в финансировании компании, но и в процессе управления. Например, в Германии развита практика передачи частными лицами акций банкам в доверительное управление (*Depotstimmrecht*)<sup>1</sup>. Так, в советы директоров зачастую входят представители коммерческих банков и сотрудники компании. Как следствие, менеджмент несет ответственность не только перед акционерами, но также перед банками и работниками фирмы. Структура корпоративного управления в континентальной модели является двухуровневой: совет директоров выполняет контролирующие функции и может быть вовлечен в долгосрочное стратегическое планирование, в то время как Правление отвечает за имплементацию стратегии и выполнение операционных задач. Поскольку значительная часть капитала корпорации принадлежит связанным с ней лицам, такую модель еще называют инсайдерской.

Континентальной модели управления, как правило, свойственна ориентация на более широкий круг стейкхолдеров, чем только акционеры. Как следствие, при расчете премий в европейских компаниях в большей степени учитываются показатели, связанные с удовлетворенностью клиентов, работников, благоприятным влиянием на общество в широком смысле (например, корпоративная социальная ответственность компании) и окружающую среду. Другим отличием

(11)

<sup>1</sup> *Hackethal, Schmidt & Tyrell (2005). Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Market-Based System?*

практики вознаграждения ключевого управленческого персонала в данной модели выступает относительно низкий уровень совокупных выплат по сравнению с англо-американскими юрисдикциями. Исследователи склонны объяснять это особенностями владения собственностью. В англо-американской модели структура акционерного капитала является более дисперсной, вследствие чего менеджмент располагает большими возможностями оказывать влияние на совет директоров и добиваться для себя более высокого размера вознаграждения<sup>1</sup>. В континентальной системе, где доминирует концентрированное владение акциями и велико влияние коммерческих банков, уровень совокупного вознаграждения первых лиц компаний в среднем ниже, чем в англо-американских компаниях<sup>2</sup>. В дополнение к этому, вследствие высокой концентрации собственности и значительной роли банков в корпоративном управлении частота враждебных действий в континентальной Европе ниже, нежели в англо-американских юрисдикциях.

(12)

Поскольку, например, в Германии корпоративное право предусматривает более строгие фидуциарные обязанности менеджмента<sup>3</sup>, выплата «золотых парашютов» нередко приводит к судебным разбирательствам. Так, при поглощении немецкой компании Mannesmann британской Vodafone решение о предоставлении генеральному директору Mannesmann Клаусу Эссеру компенсации в размере 30 млн евро за один день до заключения сделки привело к уголовному разбирательству на основании обвинений миноритарных акционеров. По их мнению, выплата «золотого парашюта» стала следствием подстрекательства со стороны Vodafone и способствовала успешному завершению процесса поглощения. В конечном итоге обвинения К. Эссеру не были предъявлены, однако суд постановил, что выплата ему «золотого парашюта» являлась грубым нарушением.

<sup>1</sup> *Elston & Goldberg (2001). Executive Compensation and Agency Costs in Germany.*

<sup>2</sup> *Edmans & Gabaix (2017). Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence.*

<sup>3</sup> *Schmid & Wahrenburg (2002). Mergers and Acquisitions in Germany.*

В течение последних двадцати лет некоторые исследователи<sup>1</sup> отмечают сближение англо-американской и континентальной моделей корпоративного управления. Например, континентальная модель, в частности немецкая, меняется и все больше ориентируется на интересы акционера, нежели на всех стейкхолдеров. В качестве примеров происходящих изменений эксперты зачастую приводят повышение степени и качества раскрытия информации, назначение большего количества независимых членов в совет директоров и формирование комитетов, состоящих из независимых директоров<sup>2</sup>. Внедрение системы вознаграждения, основанной на долевых инструментах, в частности в виде опционов<sup>3</sup>, в общую структуру с целью сближения интересов акционеров и менеджмента также приводится в качестве аргумента, подтверждающего общую тенденцию сближения двух моделей корпоративного управления. С другой стороны, ориентация на интересы более широкого круга заинтересованных лиц, помимо акционеров, постепенно находит свое отражение в англо-американской модели. Например, в практике вознаграждения американских и британских компаний все большую популярность приобретает включение в механизмы расчета краткосрочного и долгосрочного переменного вознаграждения показателей эффективности, относящихся к управлению рисками, соблюдению требований регуляторов, корпоративной социальной ответственности, удовлетворенности клиентов и персонала.

(13)

**Российская модель корпоративного управления** предусматривает двухуровневую структуру управления, состоящую из совета директоров (наблюдательного совета) и единоличного или коллегиального исполнительного органа. Вместе с тем, несмотря на формальную двухуровневую структуру, российская модель больше схожа с англо-американской из-за нечеткого

<sup>1</sup> *Goergen, Manjon & Renneboog* (2008). Is the German system of corporate governance converging towards the Anglo-American model?

<sup>2</sup> *Collier & Zaman* (2008). Convergence in European corporate governance: the audit committee concept.

<sup>3</sup> *Buck, Shahrin & Winter* (2004). Executive Stock Options in Germany: The Diffusion or Translation of US-Style Corporate Governance?

разделения функций управления и контроля. Например, функция совета директоров согласно Федеральному закону об «Об акционерных обществах» включает, помимо «определения принципов и подходов к организации управления рисками, внутреннего контроля и внутреннего аудита»<sup>1</sup>, также «общее руководство деятельностью общества»<sup>2</sup>. При этом многие эксперты считают российскую модель инсайдерской, поскольку в системе управления акционерам-мажоритариям часто отводится центральное место. Вплоть до настоящего времени во многих случаях генеральным директором компании является ее мажоритарный акционер, что сближает российскую систему корпоративного управления с континентальной.

(14)

Исходя из того, что публичные компании в России — относительно новое явление и учитывая значительную долю государственной собственности в компаниях и невысокий уровень развития рынка ценных бумаг<sup>3</sup>, можно сделать вывод о том, что российская модель корпоративного управления все еще находится на стадии становления. Ее специфика во многом оказывает влияние на складывающиеся практики вознаграждения ключевого управленческого персонала. Так, например, низкая степень развития и волатильность фондового рынка, а также ограничения со стороны трудового законодательства объясняют относительно ограниченное распространение вознаграждения долевыми инструментами. Текущая стадия развития фондового рынка в совокупности с высокой долей государственного участия в экономике находит отражение в практике использования показателей в целях премирования. Например, широко распространенные на Западе показатели совокупного акционерного дохода (TSR) и рентабельности (ROIC, ROE, ROA) при определении размеров долгосрочного премирования реже применяются

<sup>1</sup> Ст. 65, п. 9.2 Федерального закона от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах».

<sup>2</sup> Ст. 64, п. 1 Федерального закона от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах».

<sup>3</sup> Lazareva, Rachinsky & Stepanov (2007). A Survey of Corporate Governance in Russia.

в российской практике, в то время как более широкое распространение получили показатели, связанные с прибылью компаний. Тем не менее, Методические указания по применению ключевых показателей эффективности государственными корпорациями, утвержденные Росимуществом в 2014 году<sup>1</sup>, рекомендуют обязательное использование как совокупного акционерного дохода (TSR), так и показателей рентабельности (ROIC, ROE).

Таким образом, вопрос об общей траектории развития российской модели корпоративного управления, а также системы вознаграждения остается открытым. Многие эксперты отмечают, что изначально становление отечественной модели основывалось на англо-американском подходе. Тем не менее, значительная степень государственного влияния и относительно медленное развитие фондового рынка свидетельствуют о том, что на данном этапе эволюция российской модели серьезно отличается от англо-американского аналога<sup>2</sup>. Вместе с тем отсутствие явно выраженной ориентации на более широкий круг стейкхолдеров свидетельствует о невысокой степени функционального сходства российской модели с континентальной. Однако в перспективе можно ожидать постепенного внедрения в отечественную модель элементов разных практик корпоративного управления, получивших распространение не только на развитых, но и на развивающихся рынках.

(15)

---

<sup>1</sup> Методические указания по применению ключевых показателей эффективности государственными корпорациями, государственными унитарными предприятиями, а также хозяйственными обществами, в уставном капитале которых доля участия Российской Федерации, субъекта Российской Федерации в совокупности превышает 50%, утвержденные Росимуществом 27 марта 2014 года.

<sup>2</sup> *McCarthy & Puffer* (2002). *Corporate Governance in Russia: towards a European, US, or Russian Model?*

#### 6.4. Определение структуры и инструментов вознаграждения в зависимости от налоговых особенностей и требований бухгалтерского учета юрисдикции

Помимо особенностей корпоративного управления значительную роль в формировании принципов вознаграждения топ-менеджмента играют требования регуляторов, налоговое законодательство, правила ведения бухгалтерского учета и составления отчетности в конкретных странах.

Одним из наглядных примеров влияния данных факторов на практику вознаграждения высшего управленческого персонала в США и ряде стран Западной Европы является эволюция используемых инструментов вознаграждения. Так, значительный рост и в дальнейшем существенное падение популярности опционов как инструментов вознаграждения в США во многом было обусловлено изменениями в национальном законодательстве под влиянием определенных корпоративных событий. Аналогичные изменения в налоговом законодательстве и регуляторных требованиях в отдельных европейских странах способствовали «американизации» местных практик вознаграждения и более широкому распространению инструментов и принципов<sup>1</sup>, изначально присущих американской системе.

(16)

В США налогообложение дохода, получаемого топ-менеджментом в виде опционов на покупку акций компаний, стало применяться с начала с 1920-х годов. В тот период налоговое законодательство страны не предусматривало четких правил признания подобного дохода. Вплоть до 1950 года это влекло за собой множество разночтений: иногда топ-менеджерам приходилось платить налог в размере 92% с суммы прироста стоимости акций с момента предоставления опциона до момента его исполнения (т.е. покупки акций). С учетом того, что срок обязательного держания акций после исполнения опциона составлял шесть месяцев, данный инструмент вознаграждения мог значительно

<sup>1</sup> Conyon, Fernandes, Ferreira, Matos & Murphy (2011). The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis.

утратить свою привлекательность именно из-за налоговых соображений.

Впоследствии для устранения указанного противоречия было введено понятие опциона с ограниченным правом распоряжения (restricted stock option)<sup>1</sup>. В действующее законодательство были внесены определенные, хотя и достаточно гибкие, требования в отношении характеристик опционов, предоставляемых топ-менеджерам (в частности, стоимость исполнения, обязательный период держания акций). Одновременно вводились существенные льготы: налоговое обязательство по таким опционам возникало не в момент их исполнения, а в момент последующей продажи акций и по более низкой налоговой ставке, предусмотренной для дохода в виде прироста стоимости имущества (capital gain tax). В совокупности два эти фактора повлекли за собой значительное число злоупотреблений (например, пересмотр стоимости исполнения опциона задним числом) с целью получения налоговых льгот.

(17)

Реакцией на это стало весьма ощутимое ужесточение правил<sup>2</sup> относительно льготного налогообложения опционов. Поправками в законодательство было введено понятие qualified stock option и определен перечень четких правил для признания опционов таковыми. Однако последовавшее сокращение налоговых ставок в отношении обычных доходов, в том числе дохода от работы по найму (ordinary tax), повлекло за собой снижение привлекательности налоговых льгот, предусмотренных для qualified stock option. Вместе с тем предъявляемые к подобным опционам требования были настолько строгими, что они быстро утратили свою популярность и уступили место иным долевым инструментам вознаграждения, таким как non-qualified stock options, предоставление акций с ограниченным правом пользования (RSUs), stock appreciation rights, т.е. вознаграждение в денежном эквиваленте прироста стоимости акции.

Несмотря на фактический отказ от льгот в части налогообложения физических лиц, предусмотренных

<sup>1</sup> Revenue Act of 1950.

<sup>2</sup> Revenue Act of 1964.

для qualified stock options, прочие опционы (non-qualified stock options) как инструмент вознаграждения еще долгое время сохраняли свою актуальность в значительной степени благодаря регуляторным особенностям, действовавшим на тот период в США. К их числу можно отнести следующие.

- Отсутствие обязанности по отнесению стоимости опциона к расходам компании в отчете о прибылях и убытках с 1972 по 1995 год либо возможность признания стоимости опциона равной нулю с 1995 года по 2006 год увеличивали привлекательность опционов по сравнению с другими долевыми инструментами вознаграждения топ-менеджмента, к которым такой порядок учета не применялся. Начиная с 2006 года любые долевыми инструментами, используемые в качестве вознаграждения, учитываются в финансовой отчетности компаний по их фактической стоимости на дату предоставления (дату гранта).

- Вознаграждение в виде опциона при условии установления стоимости его исполнения на рыночном уровне признавалось зависящим от результатов деятельности топ-менеджеров, что позволяло учитывать его стоимость при определении компанией базы по налогу на прибыль<sup>1</sup>. Для сравнения предоставление акций с ограниченным правом использования (RSUs) не считалось зависящим от результатов работы в силу того, что в этом случае вознаграждение могло быть получено руководством компании и в случае падения стоимости ее акций. Соответственно, стоимость RSUs могла учитываться в качестве расходов компании далеко не во всех случаях.

Популярность опционов в период до обвала акций высокотехнологичных компаний в начале 2000-х годов подтверждается и рядом эмпирических исследований. Например, в компаниях S&P 500 стоимостное выражение размера опциона на дату гранта в 1992 году составило 11 млрд, в то время как к 2000 году оно поднялось до 119 млрд, но уже в 2002 году этот показатель снизился до 71 млрд<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Section 162 (m) of the Internal Revenue Code 1993.

<sup>2</sup> Hall & Murphy (2003). The Trouble with Stock Options.

Вместе с тем отмена специальных условий относительно отражения опционов в финансовой отчетности компаний в 2006 году, а также введение в США дополнительных налоговых обязательств, например, по уплате налога по повышенной ставке в том случае, если у держателя опциона существует возможность его реализации в течение определенного периода, а не в конкретную и заранее зафиксированную дату, повлекли за собой постепенное падение интереса к данному инструменту вознаграждения. Как следствие, большую популярность стали приобретать иные механизмы вознаграждения, такие как предоставление акций в зависимости от результатов деятельности топ-менеджера (performance shares). С одной стороны, подобные инструменты не уступают опционам в части порядка налогообложения и отражения в финансовой отчетности. С другой стороны, они ставят размер вознаграждения в прямую зависимость от результатов деятельности руководителей, что в значительной степени отвечает как рекомендациям институциональных инвесторов и консалтинговых фирм, так и настроениям общественности относительно стремительных темпов роста вознаграждения топ-менеджмента.

(19)

С 1980-х годов опционы в качестве инструмента вознаграждения начинают приобретать все большую популярность в **Великобритании**. Со вступлением в силу поправок к налоговому законодательству, согласно которым налоговое обязательство возникало в момент продажи акций, а не в момент исполнения опциона, по более низкой налоговой ставке (capital gain tax), в Соединенном Королевстве, хоть и с запозданием по сравнению с США, наступил «опционный бум». В 1990-х годах предоставление руководителям недавно приватизированных инфраструктурных компаний опциона на акции до того, как стоимость акций стабилизировалась, привело к резкому росту доходов топ-менеджмента, особенно на фоне сокращений персонала. Это вызвало негативную реакцию общественности. В ответ на рекомендации Greenbury report 1995 года были введены ограничения относительно того, какие опционные программы вознаграждения

соответствовали требованиям для налогообложения по более низкой ставке на прирост стоимости имущества. Помимо этого, указанные рекомендации предусматривали перечень показателей эффективности, выполнение которых было обязательным для исполнения опциона. Несмотря на рекомендательный характер этих требований, многие компании стали использовать опционы/акции, предоставляемые за результаты деятельности в зависимости от достижения топ-менеджерами определенных показателей.

В **Германии** до вступления в силу Corporate Sector Supervision and Transparency Act (KonTraG) в 1998 году использование опционов на акции в качестве инструмента вознаграждения было невозможно с юридической точки зрения. До этого времени базовым активом опциона могли быть исключительно конвертируемые облигации, которые предоставлялись в основном крупными компаниями (например, Deutsche Bank и SAP). Вступление в силу KonTraG позволило компаниям предоставлять работникам вознаграждение в виде опционов на акции, однако в отличие от Великобритании, они подлежали менее выгодному налогообложению по ставке на обычный доход физических лиц. При этом обязательство по уплате налога возникало на дату исполнения опциона, если к нему применялись ограничения относительно права передачи до даты исполнения.

(20)

Во **Франции** в начале 1980-х годов, а в **Италии** в конце 1990-х вступают в силу законы, согласно которым опционы облагаются по ставке, применимой к приросту стоимости имущества (ниже чем ставка обычного налогообложения). Это обстоятельство повысило привлекательность опциона как инструмента вознаграждения. После того, как информация об увеличении совокупного размера дохода топ-менеджмента компаний оказалась в центре внимания общественности, в налоговое законодательство в части регулирования данного инструмента вознаграждения стали вноситься изменения. Так, во Франции налоговое право, подобно американскому, разделило опционные программы на те, в которых возникает обязательство по уплате налога на доходы в момент исполнения опциона, и те,

где возникает обязательство по уплате налога только в момент реализации акций, полученных путем исполнения опциона. В Италии с 2006 года в законодательство вносились поправки, обязывающие владельцев опциона исполнить его не ранее чем через три года с даты гранта, и сохранять часть акций в течение пяти лет с даты его исполнения. В результате популярность данного инструмента вознаграждения в стране существенно снизилась, несмотря на применение к нему более мягкого налогового режима.

### **6.5. Обзор тенденций в области вознаграждения за последние 30 лет**

(21)

Для анализа тенденций в международной практике вознаграждения топ-менеджмента авторы главы изучили произошедшие изменения на примере 37 публичных европейских<sup>1</sup>, американских, австралийских и канадских компаний, которые были отобраны по двум основным критериям:

- лидирующая позиция по уровню рыночной капитализации<sup>2</sup>;
- первое публичное размещение акций компаний произошло до 1990 года (для обеспечения требуемого уровня раскрытия информации в отношении более ранних лет).

Исследуемые компании были распределены на три основные группы.

1. Компании континентальной Европы (15).
2. Компании США (16).
3. Компании из других англо-саксонских юрисдикций (6), а именно Великобритании, Канады и Австралии.

Источником являлась официально публикуемая информация о вознаграждении топ-менеджмента в отчетности компаний, которая была проанализирована в разрезе каждых трех лет в период с 1987 по 2017 год. Предметом анализа стали структура

<sup>1</sup> Франция, Германия, Ирландия, Нидерланды, Норвегия, Швеция, Швейцария и Италия.

<sup>2</sup> Forbes: The World's Largest Public Companies 2018.

вознаграждения, практики краткосрочного и долгосрочного премирования, степень выполнения установленных показателей в целях премирования, а также требования по участию менеджмента в капитале компании. Результаты анализа, а также комментарии в отношении современных тенденций вознаграждения топ-менеджмента в России<sup>1</sup> приведены ниже.

### **6.5.1. Относительные размеры краткосрочного (годового) и долгосрочного вознаграждения**

К краткосрочным программам мотивации относятся программы с периодом оценки результатов деятельности продолжительностью, как правило, в один год, а к долгосрочным — программы с периодом оценки деятельности/периодом вестинга<sup>2</sup> вознаграждения более одного года. Исключение составили редкие случаи, когда компании самостоятельно определяли вознаграждение с периодом оценки деятельности или периодом вестинга менее одного года как вознаграждение, предоставляемое в рамках долгосрочных программ мотивации. В российской практике, помимо годовых премий, программы краткосрочного премирования руководителей также включают квартальные и менее распространенные ежемесячные премии, хотя практика их использования постепенно сокращается.

(22)

Относительные размеры краткосрочного и долгосрочного вознаграждения представлены для двух уровней высшего звена управления, а именно для СЕО (главного исполнительного директора) и для СЕО-1 (т.е. руководителей, входящих в Правление и напрямую подчиняющихся первому лицу компании). Относительные размеры выражены в процентном соотношении к базовой заработной плате за год в целях сопоставимости между различными компаниями.

Следует отметить, что в силу менее строгих требований в отношении раскрытия информации в начале исследуемого периода, которые к тому же варьируются

<sup>1</sup> На основании данных Обзоров заработных плат и компенсаций EY.

<sup>2</sup> Период, в течение которого сотрудник выполняет условия предоставления вознаграждения, таким образом зарабатывая право на него.

в зависимости от юрисдикции, данных о целевых размерах переменного вознаграждения в компаниях в контуре нашего анализа может быть недостаточно для выводов относительно всего исследуемого временного промежутка (рис. 17–19).



Рис. 17. Относительные целевые размеры переменного вознаграждения уровней CEO, CEO-1 в американских компаниях, средний по группе процент от базовой заработной платы



Рис. 18. Относительные целевые размеры переменного вознаграждения уровней CEO, CEO-1 в европейских компаниях, средний по группе процент от базовой заработной платы



(24)

Рис. 19. Относительные целевые размеры переменного вознаграждения уровней CEO, CEO-1 в компаниях англо-саксонской группы, средний по группе процент от базовой заработной платы

Подтверждая наблюдения, сделанные ранее относительно лидирующей позиции США по размерам вознаграждения менеджмента, результаты нашего исследования свидетельствуют о том, что целевые размеры краткосрочного и долгосрочного целевого переменного вознаграждения руководителей высшего звена управления американских компаний превышают как целевые размеры других англо-саксонских компаний, так и европейских. Данная тенденция особенно ярко выражена в отношении целевых размеров долгосрочного переменного вознаграждения и распространяется как на должности уровня CEO, так и CEO-1.

Как показывает российская практика, за последние несколько лет целевые размеры краткосрочного вознаграждения оставались относительно стабильными и составляли в среднем 53–62% среди компаний, включенных в Обзоры заработных плат и компенсаций EY, что значительно ниже показателей западных корпораций. В отношении целевых размеров долгосрочного вознаграждения сложно сделать какой-либо однозначный вывод ввиду незначительной распространенности программ долгосрочной мотивации среди российских компаний, которая составляла 28–31% в течение периода с 2014 по 2017 год.

## 6.5.2. Краткосрочное (годовое) переменное вознаграждение

### *Инструменты вознаграждения и практики отсрочки вознаграждения*

На протяжении всего анализируемого периода выплата годового переменного вознаграждения в рассматриваемой группе компаний, как правило, осуществлялась с помощью денежных средств. Тем не менее, в общем подходе было обнаружено несколько исключений. Например, в рамках краткосрочной программы мотивации британская банковская группа Lloyds за исследуемые периоды с 2011 года предоставляла своим руководителям вознаграждение в форме акций, с последующей отсрочкой на период минимум три года.

(25)

Указанная выше отсрочка носит обязательный характер и является довольно распространенной практикой преимущественно в британских, а также австралийских компаниях, и менее распространенной — в европейских, несмотря на увеличение числа компаний, использовавших данный механизм с 2002 по 2017 год. При этом в целях отсрочки компании англо-саксонской (за исключением США) группы преимущественно используют акции, в то время как европейские компании используют как акции, так и денежное вознаграждение, которое может быть основано на стоимости акций (фантомные акции). В американских компаниях обязательная отсрочка вознаграждения не является настолько же популярной практикой и использовалась одной-двумя компаниями из выборки на протяжении всего периода с 1990 по 2017 год. В российских компаниях практика отсрочки краткосрочного переменного вознаграждения ограничена применением преимущественно к определенным категориям работников банковского сектора, которые подпадают под действие Инструкции Банка России от 17 июня 2014 года №154-И «О порядке оценки системы оплаты труда в кредитной организации и порядке направления в кредитную организацию предписания об устранении нарушения в ее системе оплаты труда» (далее также — Инструкция Банка России №154-И).

В отличие от обязательной отсрочки вознаграждения, компании могут предлагать сотрудникам отсрочку до 100% заработанного бонуса, а зачастую также часть заработной платы на более длительный период. Данная практика распространена в американских компаниях. В европейских компаниях размер бонуса, подлежащего опциональной отсрочке, ниже, чем в американских, однако отсрочка осуществляется с переводом в акции и последующим предоставлением дополнительного количества акций в рамках программ со-финансирования. Дополнительные акции обычно предоставляются в количестве, равном либо кратном инвестированным работником акциям (как правило, не более двух-трех акций от компании на одну инвестированную). Условием выплаты в рамках программ со-финансирования является владение изначально инвестированными акциями на протяжении двух-трех лет. Пик популярности программ со-финансирования в европейских странах пришелся на 2008 год, после чего отчасти вследствие разочарования в перспективах роста фондового рынка, частично в рамках кампании против предоставления вознаграждения дважды за достижение одного и того же результата распространенность подобных программ стала уменьшаться. Программы со-финансирования существуют и в крупных российских компаниях, однако их распространенность и популярность использования программ долгосрочной мотивации в целом как элемента оплаты труда высшего звена руководства довольно ограничена.

(26)

### **6.5.3. Долгосрочное переменное вознаграждение**

#### ***Инструменты вознаграждения и количество программ долгосрочной мотивации (ПДМ)***

В качестве инструмента вознаграждения компания может использовать денежное вознаграждение, вознаграждение в виде акций (или опциона, базовым активом которого являются акции) или в редких случаях долговые инструменты.

Основным трендом в отношении инструментов вознаграждения в рамках ПДМ в американских

компаниях стало увеличение числа компаний, предоставляющих вознаграждение в виде акций и уменьшение количества компаний, использующих сочетание долевых инструментов и денежных выплат. При этом в их практике следует отметить отсутствие исключительно денежного долгосрочного вознаграждения.

В европейских странах подобный рост вознаграждения в виде долевых инструментов пришелся на период с 1993 по 2002 год, после чего денежное вознаграждение стало приобретать большую популярность как единственный инструмент, так и в сочетании с выплатами в виде акций. Примечателен также тот факт, что в некоторых европейских компаниях ПДМ были основаны на долговых инструментах. Так, например, немецкая компания SAP предоставляла своим сотрудникам опцион на конвертируемые облигации, однако со вступлением в силу KonTraG в 1998 году, разрешающего предоставление опционов на акции, базисный актив опциона, предоставляемого в рамках ПДМ, постепенно начал меняться с долговых на долевые инструменты. В качестве другого примера вознаграждения в виде долевых инструментов до начала 1990-х годов можно привести опыт шведской компании Ericsson.

(27)

Что касается британских, австралийских и канадских компаний, то начиная с первых упоминаний программ долгосрочной мотивации в отчетности, т.е. примерно с середины 1990-х годов и на протяжении анализируемого периода их ПДМ преимущественно были основаны на акциях или в редких случаях сочетали денежное вознаграждение и вознаграждение в виде акций (в рамках нескольких ПДМ, администрируемых единовременно).

В российской практике до сих пор наиболее популярными остаются программы, предусматривающие денежное вознаграждение. Тем не менее, за последние четыре года наблюдается тенденция к распространению ПДМ в рамках которых сотрудникам предоставляются долевые инструменты. Так, если в 2014 году 39% компаний администрировали

ПДМ с предоставлением долевых инструментов, то к 2018 году их доля возросла до 42%.

Западные компании зачастую используют более одной программы долгосрочной мотивации. Если рассматривать среднее количество ПДМ на компанию в период с 1987 по 2017 год, то оно увеличилось с 1 до 2,3 для американских компаний, с 1 до 1,4 для европейских, осталось приблизительно на том же уровне 1,3 для других компаний англо-саксонских юрисдикций. При этом компании не применяют одновременно более трех, в редких случаях четырех программ. В отличие от западных, в отечественных компаниях редко действует более одной ПДМ.

(28)

### ***Виды используемых ПДМ***

Помимо указанных выше опционных программ, компании могут использовать различные виды ПДМ, такие как акции с ограниченным правом распоряжения (Restricted stock/RSU)<sup>1</sup>, акции, предоставляемые за результаты деятельности (Performance shares/PSU), и другие виды программ.

Отмеченные нами тенденции уменьшения популярности опционных ПДМ и увеличение распространения ПДМ с предоставлением акций за результаты деятельности находят свое отражение с некоторыми региональными различиями в практиках исследуемых компаний. Количество американских компаний, использующих опционные ПДМ, стало уменьшаться уже в 1996 году, в то время как в европейских компаниях этот тренд обозначился только в 2005 году, а в австралийских, британских и канадских компаниях еще позднее, в 2008 году. В это же время число компаний, использовавших ПДМ, основанных на предоставлении акций за результаты деятельности за рассматриваемый период, увеличивалось. Тем не менее, в отношении акций с ограниченным правом распоряжения региональные характеристики различаются: например, в США распространенность подобных программ

---

<sup>1</sup> Понятие «restricted stock» подразумевает передачу права на акции сотруднику с последующим вестингом вознаграждения, в то время как «RSU» можно интерпретировать как обещание компании предоставить сотруднику акции в случае выполнения условий вестинга.

в нашей выборке увеличивалась, в то время как в европейских компаниях, наоборот, уменьшалась. В британских, австралийских и канадских компаниях данный вид ПДМ не был представлен (рис. 20–22).

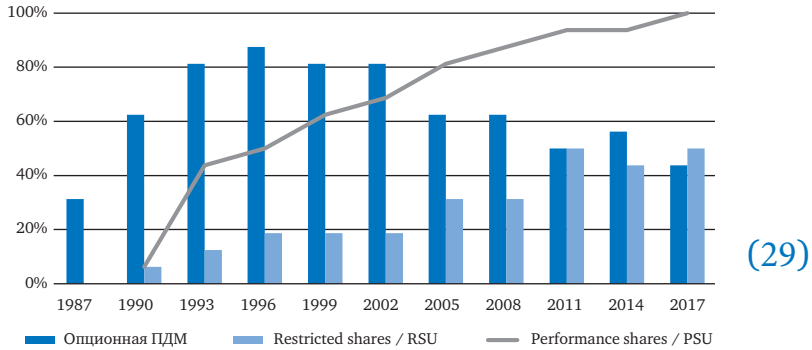


Рис. 20. Наиболее распространенные виды ПДМ в американских компаниях, процент компаний

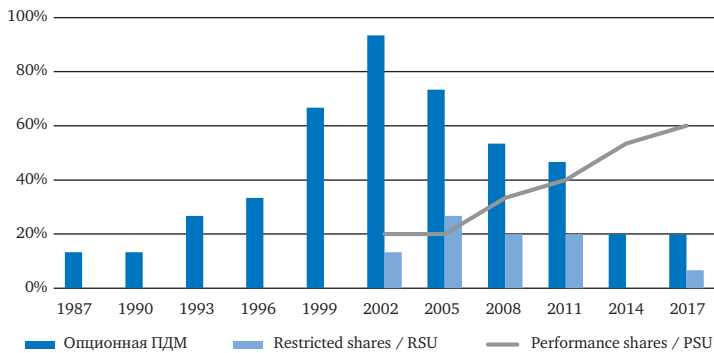


Рис. 21. Наиболее распространенные виды ПДМ в европейских компаниях, процент компаний

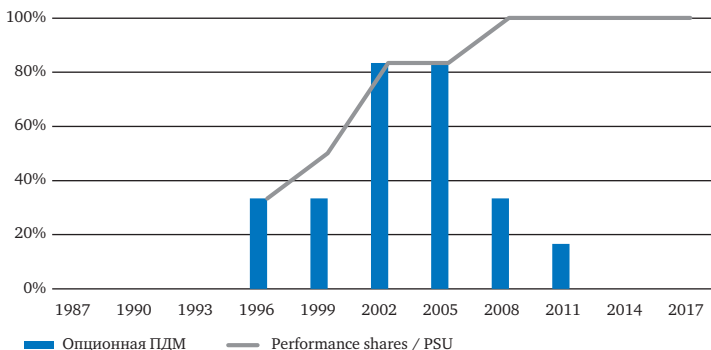


Рис. 22. Наиболее распространенные виды ПДМ в компаниях англо-саксонской группы, процент компаний

(30)

Помимо рассмотренных выше программ, европейские компании и в меньшей степени компании англо-саксонской группы (за исключением США) также реализуют программы со-финансирования<sup>1</sup>, динамика использования которых была описана выше. Что касается распространенности ПДМ, направленных на выплату руководителям денежного вознаграждения за достижение конкретных целей и показателей, то их динамика использования в европейских компаниях существенно не менялась (данный вид ПДМ относительно редко используется компаниями англо-саксонской группы).

В российской практике ПДМ, основанные на денежном вознаграждении, которое выплачивается за достижение ключевых показателей, продолжают оставаться наиболее распространенными. Тем не менее, опционные программы и ПДМ, подразумевающие предоставление акций, постепенно становятся все более популярными. По данным за 2018 год, в 65% случаев компании предоставили акции или опционы за выполнение установленных показателей, что совпадает с западными трендами популяризации практики предоставления акций за результаты деятельности (Performance shares / PSU).

<sup>1</sup> Программа, в рамках которой на каждую акцию, полученную путем конвертации годового бонуса, сотрудник получает дополнительные акции от компании в случае выполнения условий по продолжительности владения инвестированными акциями.

### *Продолжительность и вид цикла ПДМ*

Продолжительность ПДМ в компаниях нашей выборки составляет в основном от двух до пяти лет. При этом практически все компании предпочитают использовать накладывающийся цикл программы, запуск которого происходит на ежегодной основе, а не по завершении предыдущего. В российской практике наиболее распространенными являются ПДМ с циклом продолжительности три года. Однако, помимо ПДМ с накладывающимся циклом, отечественные компании также реализуют программы с дискретными циклами, при которых очередной цикл начинается после завершения предыдущего.

(31)

Некоторые западные компании применяют дополнительный период ожидания по прошествии оценки результатов деятельности/периода вестинга. В течение периода ожидания на уже заработанное сотрудником вознаграждение распространяется ряд ограничений, в частности по продаже и передаче. В практиках вознаграждения рассмотренных компаний период ожидания составляет от одного до трех лет, а его использование среди европейских компаний и компаний англо-саксонских юрисдикций (исключая США) за последние 10 лет становится более распространенным. Вместе с тем практика дополнительного периода ожидания в рамках ПДМ редко находит применение в российских компаниях.

#### **6.5.4. Показатели, используемые в целях премирования**

Для расчета переменного вознаграждения, компании, как правило, используют перечень показателей, а в некоторых случаях дискреционную корректировку рассчитанного размера по усмотрению совета директоров. Если в более ранние периоды в континентальной Европе, в США и других англо-саксонских странах определение размера краткосрочного и долгосрочного вознаграждения осуществлялось путем дискреционного решения совета директоров, которое могло основываться на ряде факторов, то с конца 1990-х годов компании начали применять набор из как минимум двух

показателей. В исследуемых компаниях в целом наблюдалось увеличение количества показателей, используемых для расчета переменного как краткосрочного, так и долгосрочного вознаграждения.

Если рассматривать краткосрочное переменное вознаграждение, то наиболее распространенными метриками на протяжении всего рассматриваемого периода служили показатели, связанные с выручкой компании (валовые продажи, EBITDA, EBIT и т. д.), а также индивидуальные КПЭ. Помимо этого, следует отметить следующие тенденции.

- В американских компаниях показатель прибыли на акцию (EPS) для расчета годовой премии использовался почти так же часто, а в некоторых отчетных периодах даже чаще, чем показатели доходности. Показатели рентабельности для краткосрочных программ премирования они использовали реже.

(32)

- В отличие от американских, другие англо-саксонские компании редко основывали расчет годового бонуса на показателях рентабельности или прибыли на акцию. Тем не менее, в среднем для расчета премии они чаще использовали стратегические цели.

- Стратегические цели в качестве ориентира также оказались довольно распространены среди европейских компаний. Помимо этого, они чаще, нежели компании двух других групп, применяли показатели, связанные с удовлетворенностью персонала и лояльностью клиентов.

В российской практике наиболее распространенными служат показатели, связанные с выручкой компании: по данным на 2017 год, до 79% компаний используют их для расчета премии. На втором месте по распространенности использования — производственные метрики (32%), метрики рентабельности (32%) и денежного потока (32%).

Что касается долгосрочного вознаграждения, то лидером по частоте использования в европейских, американских и других компаниях англо-саксонских юрисдикций выступает показатель совокупного акционерного дохода. Распространенность его использования увеличивалась с середины 1990-х годов. При этом

в подавляющем большинстве случаев данный показатель измеряется относительно референтной группы компаний или индекса. Двумя другими часто применяемыми метриками являются прибыль на акцию и показатели рентабельности. Распространенность их использования также возросла с середины 1990-х — начала 2000-х годов.

В российских компаниях метрики совокупного акционерного дохода для определения размера долгосрочного вознаграждения занимают второе по популярности место, в то время как показатели, связанные с выручкой компании, лидируют по частоте использования. Отечественные компании с государственным участием нередко включают показатели, основанные на долгосрочных программах развития, таких как, например, повышение операционной эффективности и производительности труда, для расчета долгосрочного переменного вознаграждения.

(33)

#### **6.5.5. Степень выполнения показателей в целях премирования**

Одним из аспектов политики вознаграждения топ-менеджмента, вызывающих особый интерес как у институциональных инвесторов, так и у исследователей, является степень выполнения ключевыми руководителями показателей, на основании которых происходит расчет размера их премии. В своих рекомендациях многие институциональные инвесторы отмечают, что цели и показатели в рамках как долгосрочного, так и краткосрочного премирования должны быть достаточно сложными для достижения<sup>1</sup>. Наблюдаемая степень достижения установленных показателей в анализируемых странах свидетельствует о тенденции перевыполнения КПЭ в американских компаниях, в то время как в других компаниях англо-саксонской группы КПЭ выполняются скорее на уровне ниже целевого (рис. 23).

---

<sup>1</sup> *Hermes Investment Management* (2016). Remuneration principles: clarifying expectations.



(34)

Рис. 23. Степень выполнения показателей краткосрочных программ мотивации, процент отклонения от целевого

Относительно долгосрочного премирования достижение показателей на уровне ниже целевого является более распространенной тенденцией, чем в отношении краткосрочного переменного вознаграждения. Данный тренд особенно характерен для компаний англо-саксонской группы (рис. 24).



Рис. 24. Степень выполнения показателей ПДМ, процент отклонения от целевого

В рамках данной выборки компаний сложно выделить какие-либо устойчивые тенденции в динамике, такие, к примеру, как снижение частоты перевыполнения показателей с увеличением роли институциональных инвесторов в определении политики вознаграждения топ-менеджмента. Таким образом, для более однозначных выводов предметом последующих исследований может стать изучение трендов в степени выполнения КПЭ с помощью более широкой выборки.

### 6.5.6. Требования по участию менеджмента в капитале компании

В рамках анализа требований по участию менеджмента в акционерном капитале авторы главы рассматривали данные компаний, которые были предоставлены в виде краткого значения по отношению к совокупной годовой базовой заработной плате. Несколько компаний предоставили данные в виде абсолютного значения акций, однако в силу несопоставимости размеров необходимого владения акциями к фиксированной части оплаты труда из-за динамики котировок требования этих компаний были исключены из анализа (рис. 25).

(35)

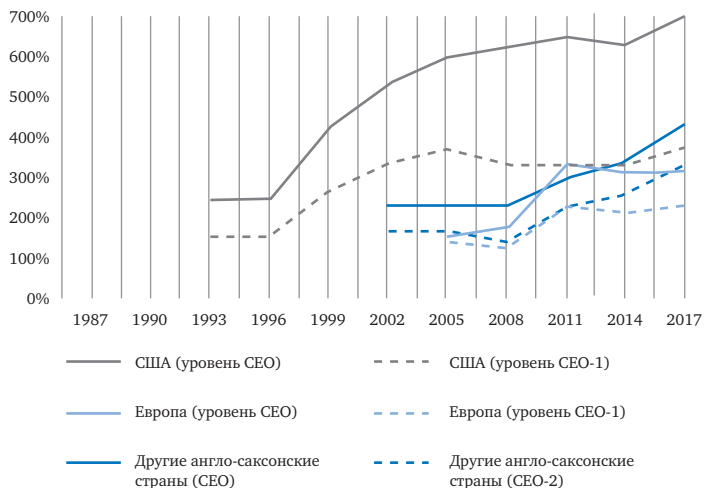


Рис. 25. Требования по участию менеджмента в капитале компании

В качестве основной тенденции можно выделить то, что во всех трех группах компаний размер требуемого владения акциями увеличился как для руководителей уровня CEO, так и для руководителей уровня CEO-1 в период с первого предоставления данных в отношении требований до 2017 года. Так, совокупное увеличение среднего размера участия в капитале, выраженного как процент от базовой заработной платы в американских компаниях, составило 180% для уровня CEO (151% для CEO-1), в европейских — 110% (54% для уровня CEO-1), в англо-саксонских — 86% (95% для уровня CEO-1). Примечательно, что требования по участию менеджмента в капитале компании стали находить свое отражение в отчетности американских компаний более чем на 10 лет раньше, чем в компаниях континентальной Европы или других стран англо-саксонской группы.

(36)

#### **6.6. Процесс определения вознаграждения топ-менеджмента и роль акционеров, советов директоров, комитетов по кадрам и вознаграждениям, консультационно-представительских фирм**

Как уже отмечалось, вознаграждение топ-менеджмента зачастую воспринимается как один из способов решения «агентской» проблемы: в этом случае основным предположением является то, что акционеры определяют систему вознаграждения руководителей высшего звена напрямую. Однако, как показывает практика, до недавних пор акционеры полностью делегировали вопросы формирования политики вознаграждения руководства компании совету директоров. Например, до 2002 года в Великобритании и до 2007 года в США процесс принятия решений относительно практики вознаграждения в компании находился преимущественно в руках советов директоров, которые во многих смыслах также являются «агентами» акционеров. Более того, руководители высшего звена зачастую имели возможность оказывать влияние на позицию советов директоров, которые по разным, временами

вполне оправданным, мотивам могли принимать решения скорее в интересах первых лиц компании, нежели акционеров.

Тем не менее, во многом тенденция к усилению роли акционеров в процессе принятия решений по вопросам вознаграждения первых лиц компании (say on pay) постепенно набирает обороты в странах с более развитой экономикой как с юридической, так и с практической точек зрения. Зарождение практики вовлечения акционеров путем голосования на общем собрании в отношении предложенных советом директоров политик вознаграждения топ-менеджмента эксперты часто относят к внедрению Стандарта отчета о вознаграждении<sup>1</sup>, принятого в Великобритании в 2002 году. Согласно этому документу совет директоров компании обязан ежегодно выносить отчет о вознаграждении менеджеров высшего звена на консультативное голосование на общем собрании акционеров. Несмотря на то, что результаты голосования в рамках Стандарта не имели обязательного к исполнению характера, совету директоров британской компании GlaxoSmithKline, например, пришлось прибегнуть к услугам консультантов для проведения независимой оценки системы вознаграждения после отрицательных результатов голосования в отношении годового отчета и предложенного потенциального размера «золотого парашюта» главного исполнительного директора. Последовав примеру Великобритании, аналогичные практики голосования были регламентированы законодательством в США, Австралии, Нидерландах, Норвегии, Швейцарии и Швеции<sup>2</sup>.

В ответ на скептическое отношение к совещательному характеру результатов голосования акционеров относительно практик вознаграждения в Европейском Союзе в 2017 году вступила в силу Директива о правах акционеров (SDR II). В соответствии с этим документом результаты акционерного голосования в отношении вознаграждения руководства компании

(37)

<sup>1</sup> The Directors' Remuneration Report Regulations 2002.

<sup>2</sup> *Stathopoulos & Voulgaris* (2016). The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay.

должны быть либо обязательны к исполнению, либо могут иметь консультативный характер, но при условии выплаты вознаграждения строго в рамках действующей политики. Страны ЕС обязаны в срок до 10 июня 2019 года внедрить изменения в национальные законодательные акты в соответствии с Директивой, в том числе обеспечить право акционеров проводить на регулярной основе, не менее одного раза в четыре года (или в случае существенного изменения обстоятельств), голосование в отношении политики вознаграждения, и на ежегодной основе относительно фактической имплементации политики, в том числе размеров выплат по итогам отчетного периода.

(38)

В США вовлечение акционеров в обсуждение вопросов вознаграждения ключевого управленческого персонала публичных компаний стало относительно новым явлением по сравнению с Великобританией. Так, например, в 2009 году в результате широкого освещения роли неэффективных практик корпоративного управления в качестве одной из причин глобального финансового кризиса Конгрессом США были введены требования по обязательному голосованию акционеров при определении уровня вознаграждения руководителям финансовых организаций, получающих государственную поддержку в рамках программы выкупа проблемных активов (TARP)<sup>1</sup>. До этого возможность вовлечения акционеров в формирование политики вознаграждения была ограничена голосованием в отношении предложений акционеров согласно требованиям Комиссии по ценным бумагам США<sup>2</sup> и широко не использовалась. Обеспечение права акционеров голосовать по вопросам вознаграждения топ-менеджмента распространилось на все публичные компании со вступлением в силу в 2010 году закона Додда—Франка<sup>3</sup>. В соответствии с законом публичные американские компании обязаны проводить голосование на общем собрании акционеров в отношении политик и практик

<sup>1</sup> Thomas, Palmiter & Cotter (2013). Dodd—Frank's say on pay: Will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance.

<sup>2</sup> SEC Rule 14a-8.

<sup>3</sup> Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010.

вознаграждения топ-менеджмента не реже чем раз в три года. При этом результаты такого голосования, в отличие от требований Директивы о правах акционеров ЕС, носят консультативный характер и формально не обязательны к исполнению, хотя на практике отрицательные результаты голосования в большинстве случаев ведут к корректировке предложений, сформулированных советом директоров. Обязательный характер носит решение акционеров публичных компаний в ряде юрисдикций относительно принятия или отклонения предложений по программам мотивации сотрудников, основанным на стоимости акций. В США и некоторых других странах, например в Канаде, подобного рода вовлечение акционеров регулируется требованиями фондовой биржи. Начиная с 2009 года Нью-Йоркская фондовая биржа<sup>1</sup> требует обязательного одобрения акционерами программ вознаграждения сотрудников, основанных на стоимости акций. Аналогичные требования предусмотрены также правилами листинга фондовой биржи Торонто<sup>2</sup> и Nasdaq<sup>3</sup>.

(39)

Целями участия акционеров в определении размера вознаграждения руководства компании являются увеличение прозрачности системы вознаграждения, что следует из постепенно ужесточающихся требований по раскрытию информации, и усиление контроля акционеров за деятельностью своего «агента». Ряд исследований свидетельствует о том, что вовлечение акционеров способствует уменьшению размера «излишних выплат»<sup>4</sup>, в то время как низкая доходность для акционеров при высоком уровне компенсации топ-менеджерам коррелирует с отрицательными результатами голосования на общем собрании<sup>5</sup>. Параллельно с увеличением степени вовлечения акционеров возрастает степень детализации рекомендаций институциональных

<sup>1</sup> NYSE Listed Company Manual, 303A.08 Shareholder Approval of Equity Compensation Plans.

<sup>2</sup> TSX Company Manual, Sec. 613 Requirement for Security Holder Approval.

<sup>3</sup> The Nasdaq Stock Market Rules, 5635. Shareholder Approval.

<sup>4</sup> Ertimur, Ferri & Muslu (2009). Shareholder Activism and CEO Pay.

<sup>5</sup> Thomas & Van der Elst (2015). Say on Pay Around the World.

инвесторов, а также роль консультационно-представительских фирм (proxy advisors) в области вознаграждения высшего исполнительного руководства. На практике, однако, разные заинтересованные группы или даже представители одной группы могут иметь различные, подчас противоположные мнения о том, каким образом должна быть построена система вознаграждения в компании, и на достижение каких целей она должна быть направлена<sup>1</sup>.

### **6.7. Подходы к раскрытию информации о вознаграждении**

(40)

С теоретической точки зрения одним из аспектов «агентской» проблемы является асимметричность информации в пользу «агента», т.е. менеджера. Раскрытие информации служит в первую очередь способом повышения осведомленности акционеров. Одновременно предоставление данных о вознаграждении руководства компании повышает ответственность совета директоров перед акционерами, что, в свою очередь, должно оказывать положительное влияние на эффективность принимаемых им решений.

В последнее время требования по раскрытию информации ужесточаются. Это объясняется в числе прочего тем, что в странах с более развитой экономикой расширяется практика голосования акционеров и их представителей по вопросам вознаграждения. Так, например, Директива о правах акционеров ЕС предполагает детальное раскрытие практик вознаграждения и размеров выплат в рамках каждого элемента вознаграждения, результатов ежегодного пересмотра размеров различных составных элементов вознаграждения, а также объяснения того, каким образом выплаты ключевому управленческому персоналу способствуют достижению долгосрочных результатов компании.

Во многих европейских странах до имплементации требований Директивы рекомендации по принципам раскрытия информации были включены в кодексы корпоративного управления, которые обычно

<sup>1</sup> *Mason, Medinets & Palmon (2017). Say-on-Pay: Is Anybody Listening?*

распространяются на публичные компании. Однако их нормы носят скорее рекомендательный, чем обязательный характер, и воплощают принцип «соблюдай или объясняй причины несоблюдения». В кодексах корпоративного управления порядок раскрытия информации относительно системы вознаграждения представляет собой общие принципы, нежели четко сформулированные требования. При этом степень раскрытия может отличаться в том числе в зависимости от уровня дисперсности акционерного капитала компаний.

В ряде стран существуют также отдельные законодательные требования по раскрытию информации в отношении вознаграждения топ-менеджмента, однако они значительно варьируются в степени детализации. Например, в Великобритании действует закон, регламентирующий требования по детальному раскрытию подходов и практик вознаграждения, в то время как в Германии и России законодательство предусматривает раскрытие размеров индивидуальных выплат и размеров агрегированных выплат ключевому управленческому персоналу. В американских публичных компаниях степень детализации описания и раскрытия информации сопоставима с уровнем, установленным законодательными актами Великобритании.

(41)

В Германии Кодекс корпоративного управления не носит обязательный к исполнению характер. Тем не менее, совет директоров публичных немецких компаний должен на ежегодной основе объявлять о соответствии своих практик корпоративного управления, включая детализированные требования по раскрытию положениям Кодекса, а в случае несоответствий обязан давать дополнительные разъяснения. В отношении информации о вознаграждении топ-менеджмента германский Кодекс<sup>1</sup> рекомендует ее раскрытие в ежегодном отчете о вознаграждении, включая основные характеристики системы вознаграждения, целевые и фактические размеры каждого ее элемента на индивидуальной основе для всех членов Правления.

---

<sup>1</sup> German Corporate Governance Code (as amended on 7 February 2017).

В Германии также существуют законодательные требования по раскрытию информации в рамках Торгового кодекса. Данные о размере вознаграждения должны быть представлены индивидуально для каждого исполнительного директора в годовом отчете. Тем не менее, акционеры могут принять решение не раскрывать эту информацию при получении более 75% голосов на общем собрании акционеров<sup>1</sup>.

В Великобритании в отношении Кодекса корпоративного управления действует похожий принцип. Раскрытие информации в части вознаграждения топ-менеджмента в публичных компаниях регулируется отдельным законодательным актом<sup>2</sup>, согласно которому совет директоров обязан ежегодно составлять отчет о вознаграждении и включать в него детальную информацию о политике компании в отношении вознаграждения топ-менеджмента. Подобный отчет предусматривает описание:

(42)

- соответствия политики вознаграждения первых лиц компании ее стратегии;
- применяемых в компании программ вознаграждения и условий выплаты в рамках этих программ;
- показателей эффективности, на основании которых происходит расчет фактических выплат в рамках программ переменного вознаграждения, и причин их выбора;
- пороговых, целевых и максимальных размеров вознаграждения в рамках краткосрочных и долгосрочных программ;
- фактически выплаченных объемов вознаграждений и иной информации.

В начале 2019 года в Великобритании в ходе реформы корпоративного управления вступил в силу закон<sup>3</sup>, согласно которому эмитенты обязаны раскрывать соотношение совокупного вознаграждения первого

<sup>1</sup> Christian & Erik (2008). Setting a Fox to Keep the Geese: Does the comply-or-explain principle work?

<sup>2</sup> The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008.

<sup>3</sup> The Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018.

лица компании с размером вознаграждения работников по нижнему квартилю, медиане и верхнему квартилю.

В США продолжительное время действуют регуляторные требования в отношении раскрытия информации публичными компаниями, которые являются обязательными. В соответствии с предписаниями Комиссии по ценным бумагам и биржам представление информации относительно вознаграждения ключевого управленческого персонала в рамках раздела «Обсуждение и анализ вознаграждений» (Compensation Discussion & Analysis) должно включать:

- используемый в компании подход к вознаграждению;
- описание целей основных элементов системы вознаграждения;
- подходы к определению каждого элемента и соответствующих размеров вознаграждения, включая показатели, используемые в расчете переменного вознаграждения;
- политики и фактические решения о корректировке/возврате сумм вознаграждения, а также размеры выплат главному исполнительному директору, финансовому директору и трем наиболее высокооплачиваемым исполнительным директорам.

(43)

Опережая Великобританию, в США в соответствии с законом Додда—Франка<sup>1</sup> публичные компании обязаны раскрывать соотношение между совокупным вознаграждением главного исполнительного директора (СЕО) и медианой совокупного годового вознаграждения работников компании.

В России Кодекс корпоративного управления 2014 года носит рекомендательный характер. В его основу положен принцип «соблюдай или объясняй причины несоблюдения». Согласно Кодексу в годовой отчет публичной компании рекомендуется включать описания<sup>2</sup>:

- принципов и подходов, применяемых в отношении мотивации ключевых руководителей;

<sup>1</sup> Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010.

<sup>2</sup> Письмо Банка России от 10 апреля 2014 года №06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

- элементов системы вознаграждения ключевых руководителей;
- соотношения элементов вознаграждения по ключевым руководителям, описание показателей, на которых основан каждый из них, целевые уровни этих показателей;
- сведений о суммарном вознаграждении за год по группе из не менее чем пяти наиболее высокооплачиваемых членов исполнительных органов (или единоличного исполнительного органа) и иных ключевых руководящих работников общества с разбивкой по каждому виду вознаграждения.

(44)

На основании положений Кодекса корпоративного управления Банк России разработал более детальные рекомендации<sup>1</sup> в отношении раскрытия информации о вознаграждении ключевого управленческого персонала публичных компаний. Однако на практике отечественные компании редко включают детализированное раскрытие информации согласно рекомендациям, содержащимся в Кодексе и информационном письме Банка России. Как правило, они раскрывают информацию в рамках принятых в 2011 году<sup>2</sup> Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО), а также Положения Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Согласно данному Положению акционерные общества обязаны включать в годовой и ежеквартальные отчеты информацию об основных политиках вознаграждения и сведения о размере вознаграждения агрегировано по каждому из органов управления общества (за исключением единоличного исполнительного органа). Таким образом, по сравнению с некоторыми европейскими странами и США уровень раскрытия информации

<sup>1</sup> Информационное письмо Банка России от 11 декабря 2017 года №ИН-06-28/57 «О рекомендациях по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества информации о вознаграждении членов совета директоров (наблюдательного совета), членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников публичного акционерного общества».

<sup>2</sup> Положение о признании МСФО и их разъяснений для применения на территории Российской Федерации (постановление Правительства РФ от 25 февраля 2011 года №107).

в отношении вознаграждения топ-менеджмента в России представляется низким.

Высокая степень раскрытия информации о вознаграждении топ-менеджмента в США и Великобритании во многом обусловлена распыленной структурой акционерного капитала компаний. Соответственно, в странах с высокой концентрацией владения капиталом, таких как Германия и Россия, уровень раскрытия значительно ниже, чем в США и Великобритании. Степень раскрытия и детализации информации, в свою очередь, может являться одной из причин, обуславливающих высокий уровень вознаграждения топ-менеджмента в США и Великобритании. Поскольку организации стараются предлагать своим ключевым руководителям конкурентоспособный размер вознаграждения, раскрытие информации о нерыночном уровне может оказаться критичным для топ-менеджеров. Как следствие, компании предоставляют им компенсационный пакет, который бы как минимум соответствовал рыночным критериям, а чаще и более привлекательный, для обеспечения своего конкурентного преимущества, повышая тем самым показатели рынка<sup>1</sup>.

(45)

Таким образом, с одной стороны, раскрытие информации о вознаграждении служит эффективным механизмом корпоративного контроля, а с другой — может искусственно усиливать тенденцию к росту вознаграждения топ-менеджмента в странах с высокой степенью раскрытия.

### **6.8. Специфика вознаграждения топ-менеджмента в банковском секторе**

Введение регуляторных требований к системам вознаграждения работников финансового сектора во многом стало реакцией международного сообщества на глобальный финансовый кризис. Общественное мнение, равно как и позиция ряда исследователей, склонялось к тому, что одной из важнейших причин мирового финансового кризиса явились действовавшие практики

<sup>1</sup> Hayes & Schaefer (2008). CEO Pay and the Lake Wobegon Effect.

вознаграждения руководства крупнейших корпораций и банков. По своей природе они были направлены на максимизацию краткосрочной выгоды финансовыми институтами. Из-за этого у топ-менеджеров значительно повышался риск-аппетит, а в отдельных случаях принимаемые риски просто не оценивались в достаточной мере. Подобный подход подрывал как устойчивое функционирование непосредственно кредитно-денежной организации, так и финансовой системы в целом.

Деятельность финансовых институтов имеет свою специфику. Иногда трудно понять, что заработала организация, а что она может потерять и как эти значения соотносятся между собой в перспективе. Поэтому систему вознаграждения в банковском секторе следовало привести в соответствие со спецификой бизнеса, в основе которой лежит значительный элемент неопределенности и рисков.

(46)

В посткризисные годы требования к системам вознаграждения работников кредитно-денежных организаций впервые были сформулированы Форумом по финансовой стабильности (в дальнейшем – Совет по финансовой стабильности)<sup>1</sup> в 2009 году. Основной задачей данных требований стало изменение подходов к вознаграждению ключевых руководителей банковских структур. Это предполагалось осуществить через привязку вознаграждения не столько к краткосрочным результатам деятельности банка, сколько к средне- и долгосрочному портфелю принимаемых рисков и ожидаемой доходности. Вторым важнейшим изменением было повышение роли неисполнительных органов управления (совета директоров или наблюдательного совета) в вопросах вознаграждения. В документе сформулирован ряд принципов, отнесенных к трем направлениям корпоративных практик:

1) **эффективное корпоративное управление в области вознаграждения**, что подразумевает активное участие совета директоров или наблюдательного совета в процессе разработки, одобрения и надзора за действующей в компании системой вознаграждения:

---

<sup>1</sup> FSF Principles for Sound Compensation Practices 2009.

а) вопросы вознаграждения в финансовых организациях не должны быть сосредоточены в руках топ-менеджеров;

б) неисполнительные органы управления обязаны осуществлять контроль и проводить оценку адекватности действующих систем вознаграждения принимаемым рискам и бизнес-среде;

с) для того чтобы снизить прямую заинтересованность сотрудников, осуществляющих функции внутреннего контроля и управления рисками, в игнорировании выявленных рисков, их вознаграждение не должно зависеть от результатов деятельности подразделений;

(47)

**2) соответствие системы вознаграждения разумному уровню принятия рисков**, когда принимаемые сотрудниками риски оцениваются всесторонне и в разрезе временных горизонтов их материализации:

а) необходимо увязать вознаграждение со всеми типами рисков;

б) вознаграждение должно быть симметрично материализации рисков, а его размер следует одновременно увязать как с индивидуальной эффективностью, так и с эффективностью организации в целом или ее конкретного подразделения;

с) важным элементом системы должна стать отсрочка выплаты части переменного вознаграждения с возможностью ее пересмотра или отмены в случае материализации принятых рисков;

д) в систему вознаграждения необходимо включить долевые инструменты финансовой организации;

**3) эффективный надзор за системой вознаграждения и вовлечение заинтересованных сторон:**

а) надзорные органы должны проводить регулярную оценку практик вознаграждения в финансовых организациях;

б) финансовые организации обязаны обеспечивать надлежащее раскрытие информации о практиках вознаграждения.

Представленные принципы требовали необходимой детализации. Для этого в сентябре 2009 года были введены практические стандарты имплементации

данных рекомендаций<sup>1</sup>, которые уточняли и конкретизировали отдельные принципы. Наиболее важными дополнениями стали:

- учреждение в рамках советов директоров/наблюдательных советов комитетов по вознаграждениям, ответственных за разработку предложений по совершенствованию системы вознаграждения в организации;

- необходимость ежегодного пересмотра неисполнительными органами управления практики вознаграждения;

- обеспечение независимости вознаграждения работников, осуществляющих внутренний контроль и управление рисками от деятельности иных направлений бизнеса, и увязка их вознаграждения с качеством выполнения возложенных функций;

- запрет на предоставление гарантированных премий, за исключением бонуса, новым сотрудникам при подписании контракта (sign-on bonus);

- обязанность сотрудников не применять механизмы хеджирования индивидуальных рисков, связанных с вознаграждением, полученным в финансовой организации;

- ограничение практики предоставления «золотых парашютов» без достаточных на то обоснований;

- предложения по конкретным размерам отложенной части премирования – от 40 до 60% общего размера рассчитанного переменного вознаграждения, в зависимости от уровня менеджера в корпоративной иерархии и его влияния на решения о принятии рисков;

- установление минимального рекомендуемого периода отсрочки выплаты переменного вознаграждения. При этом за финансовыми организациями сохраняется право на введение периода отсрочки в зависимости от профиля рисков портфеля сделок;

- возможность отмены (clawback) и уменьшения (malus) размера вознаграждения в случае материализации отдельных рисков или ухудшения финансового состояния организации;

(48)

---

<sup>1</sup> FSB Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards 2009.

- требование по предоставлению части, до 50%, переменного вознаграждения в долевых инструментах;
- детализация требований к раскрытию информации о системе вознаграждения, действующей в организации.

На основании стандартов и принципов, разработанных Советом по финансовой стабильности, в январе 2010 года Базельский комитет по банковскому надзору выпустил Методологию оценки систем вознаграждения финансовых организаций<sup>1</sup>. Документ представляет собой практическое руководство для национальных регуляторов по проведению оценки систем вознаграждения. При этом материалы, подготовленные Советом по финансовой стабильности, и Методология оценки систем вознаграждения Базельского комитета распространяются только на крупные системно значимые организации. Вместе с тем Базельский комитет оставляет за местными регуляторами право расширять круг организаций, которые должны соответствовать требованиям, указанным в Методологии оценки систем вознаграждения.

(49)

На основании документов Базельского комитета сформировались национальные и наднациональные стандарты в отношении систем вознаграждения работников кредитно-денежных организаций. При этом, как правило, требования национальных стандартов предусматривают еще большую детализацию, а в отдельных случаях они строже, чем рекомендации Базельского комитета.

На территории **Европейского Союза** действует наднациональная директива о требованиях к капиталу CRD IV,<sup>2</sup> которые в дальнейшем были приняты на уровне отдельных стран. Среди прочего, директива регламентирует систему вознаграждения работников финансовых учреждений. Требования к системам их вознаграждения сформулированы в Руководящих принципах

<sup>1</sup> Compensation Principles and Standards Assessment Methodology 2010.

<sup>2</sup> Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms.

Европейского банковского управления по устойчивым политикам вознаграждения<sup>1</sup>. Документ отчасти опирается на рекомендации Совета по финансовой стабильности, но содержит еще более глубокую детализацию принципов. Он, в частности, регламентирует подходы к определению размеров вознаграждения и механизмов контроля. При этом положения CRD IV отличаются существенно более жестким подходом с точки зрения регулирования. К числу его основных отличий можно отнести:

- ограничение максимального размера переменной части вознаграждения до 100% от фиксированного для работников, принимающих риски (в отдельных случаях размер может быть увеличен до 200%);
- в структуре вознаграждения сотрудников, осуществляющих внутренний контроль и управление рисками, рекомендуется устанавливать относительно больший удельный вес фиксированного элемента;
- для членов неисполнительных органов управления рекомендуется исключить переменный элемент вознаграждения.

(50)

Внедрение требований CRD IV вызвало серьезную озабоченность среди сотрудников европейских финансовых организаций. Жесткость требований и их широкое распространение побудили многих банковских служащих искать работу в странах с менее строгими регуляторными требованиями, но в то же время в развитых финансовых юрисдикциях, например в США и отдельных государствах Азии.

В соответствии с последним доступным отчетом о внедрении Принципов устойчивых практик вознаграждения Совета по финансовой стабильности<sup>2</sup> большинство стран предприняли целенаправленные действия в области регулирования систем вознаграждения. На этом фоне достаточно парадоксально выглядит практика США, где, как считается, зародился финансовый кризис.

---

<sup>1</sup> EBA Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74 (3) and 75 (2) of Directive 2013/36/EU and disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013.

<sup>2</sup> Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards: Fifth progress report.

Как уже отмечалось, в 2010 году в США был принят закон Додда – Франка, который внес самые значительные изменения в регулирование финансовой сферы со времен Великой депрессии. Среди прочего, закон содержит отдельные положения, затрагивающие систему вознаграждения. Однако в отличие от европейского подхода вопросы вознаграждения рассматриваются в нем сквозь призму корпоративного управления, нежели конкретных ограничений и требований. В основном в законе речь идет о роли неисполнительных органов управления и раскрытии практики вознаграждения.

С чем связан данный подход? Причин может быть две: сильная система корпоративного управления, сложившаяся в стране, и лоббизм. Вероятно, регуляторы исходят из того, что наличие профессиональных и компетентных представителей акционеров (членов советов директоров/наблюдательных советов), которые будут добросовестно исполнять возложенные на них обязанности, в достаточной степени ограничит принятие менеджментом необдуманных решений. О правильности такого подхода могут свидетельствовать сами практики вознаграждения, самостоятельно, без регулирования, складывающиеся на финансовом рынке США. Ярким примером являются отсрочка и отмена выплаченного вознаграждения. Представители крупнейших американских банков утверждают, что после кризиса они «затянули пояса» и предприняли определенные меры по синхронизации систем управления рисками и вознаграждения.

Тем не менее, в США периодически обостряются дискуссии относительно внедрения отдельных ограничений в сфере вознаграждения топ-менеджмента компаний и банков. Так, с 2016 года активно обсуждаются идеи регламентировать продолжительность отсрочки и внедрить семилетний период<sup>1</sup>. В феврале-марте 2019 года<sup>2</sup> на повестке дня вновь оказался комплекс

(51)

<sup>1</sup> The Wall Street Journal. Limits on Wall Street Pay Are Back on Regulators' Agenda; Some bank executives are open to new rules, hoping for softer pay limits now than if a Democrat becomes president in 2020.

<sup>2</sup> Ibid.

предложений, регулирующих систему вознаграждения в финансовом секторе, результат которых будет понятен позднее.

Вопросы вознаграждения в финансовых организациях в **России** подпадают под действие Инструкции Банка России №154-И, которая регламентирует практику вознаграждения и отдельные элементы системы корпоративного управления. Так, по аналогии с европейским опытом в российских банках должны быть определены категории персонала, для которых действуют различные правила вознаграждения. С точки зрения принципиальных отличий от правил, принятых в ЕС, можно выделить следующие:

(52)

- размер переменного вознаграждения для работников, принимающих риски, должен составлять не менее 40% общего уровня вознаграждения, при этом максимальный размер не оговаривается;
- минимальный размер отсрочки переменного вознаграждения для сотрудников, принимающих риски, должен составлять не менее 40%;
- по умолчанию предполагается как минимум трехлетний период отсрочки выплаты вознаграждения. При этом сохраняется возможность предоставления ранее отсроченного вознаграждения, в соответствии с горизонтом материализации принятых рисков;
- ограничение максимального размера переменного вознаграждения работников, осуществляющих внутренний контроль и управление рисками, до 50% от общего размера вознаграждения;
- приведение конкретного перечня показателей, на основании которых может предоставляться и корректироваться переменное вознаграждение;
- обоснование критериев отнесения работников к категории, принимающих риски;
- рекомендации по применению долевых инструментов в системе вознаграждения.

Внедрение Инструкции Центрального Банка совпало со сложным периодом в российской экономике, а также временем «чистки» банковской системы. Возможно, в связи с этим актуальные вопросы вознаграждения в отечественных компаниях и банках оказались

на периферии внимания регулятора. Даже несмотря на резонанс, который обычно вызывают публикации о доходах руководителей крупных компаний, в последние годы проблематично найти информацию о санкциях в отношении финансовых институтов, связанных с действующими практиками вознаграждения. Полноценные претензии к системам вознаграждения возникали только к тем банкам, к которым у регулятора уже были другие серьезные претензии. Тем не менее, Центральный Банк осуществляет мониторинг, в рамках которого банки отчитываются о внедрении Инструкции ЦБ, о текущем состоянии системы вознаграждения и дают комментарии в случае несоблюдения установленных требований. Однако санкции за их несоблюдение пока не применялись.

(53)

Инструкция Центрального Банка была достаточно прохладно принята банковским сообществом. Во-первых, у рынка сложилось убеждение, что документ расходится с российским законодательством в части отложенного вознаграждения и вознаграждения в виде долевых инструментов. Однако этот тезис не раз опровергался регулятором и представителями правовых институтов. Вторым, более весомым, аргументом стало то, что предлагаемые Инструкцией Центрального Банка подходы шли вразрез с той практикой, которая существовала на рынке:

- относительные размеры переменного вознаграждения, даже на старших позициях, обычно были существенно ниже, чем предписывается Инструкцией. Документ Банка России требовал либо значительного увеличения переменной части, либо сильной реструктуризации всего вознаграждения;

- отсрочка вознаграждения в принципе не применялась и выглядела чем-то чуждым в рамках российских горизонтов планирования;

- культура вознаграждения долевыми инструментами все еще находится в стадии становления, что связано как с привлекательностью подобного вознаграждения для многих работников, так и с определенными сложностями, связанными с его предоставлением и администрированием.

Текст Инструкции Центрального Банка допускал разночтения и поэтому банки могли номинально соответствовать требованиям, но обходить их в реальности. Например:

- устанавливая заведомо завышенные и недостижимые показатели эффективности в целях премирования работников, принимающих риски, банк в состоянии обойти требование к целевой структуре;
- изменяя должностные инструкции и выводя сотрудников из коллегиальных исполнительных органов управления, банк может снизить число тех из них, кто отнесен к категории принимающих риски;
- острым продолжает оставаться вопрос раскрытия информации, к чему российский финансовый сектор в полной мере не готов, поэтому раскрытие осуществляется по формальному признаку.

(54)

Тем не менее, большинство крупных российских банков действительно сделали определенные шаги в направлении выстраивания эффективной системы вознаграждения, соответствующей принимаемым рискам.

Дальнейшая судьба внедрения требований Инструкции Центрального Банка во многом может зависеть от того, насколько финансовые институты и бизнес в целом будут готовы использовать современные механизмы корпоративного управления. Так, американский подход к корпоративному управлению в области вознаграждения в первую очередь предполагает широкое раскрытие информации о системе вознаграждения, что в определенной степени защищает интересы инвесторов и в целом финансовой системы от возможных недобросовестных действий со стороны менеджмента.

\* \* \*

По итогам предпринятого анализа можно выделить следующие основные тенденции в практиках вознаграждения топ-менеджмента в развитых западных экономиках:

1) увеличение вовлечения акционеров в обсуждение вопросов вознаграждения высшего исполнительного руководства (*say on pay*), степени раскрытия информации о вознаграждении и более пристальное

внимание к данной тематике со стороны регуляторов, исследователей и общественности;

2) более широкое распространение практик вознаграждения по результатам деятельности (pay for performance) первых лиц компании во многом благодаря повышению внимания общества к стремительным темпам роста вознаграждения, рекомендациям институциональных инвесторов и изменениям в налоговом законодательстве;

3) изменение инструментов вознаграждения, в частности, использование акций, предоставляемых по результатам деятельности вместо опционов на покупку акций в целях долгосрочного вознаграждения, что также обусловлено практикой «pay for performance», изменениями в налоговом праве и требованиях в отношении учета и отчетности;

(55)

4) более ярко выраженная ориентация на интересы акционеров в системе вознаграждения высшего исполнительного руководства (например, повышение требований по участию менеджмента в капитале, использование совокупного акционерного дохода в целях долгосрочного премирования) в компаниях континентальной Европы, что может быть продиктовано сближением практик корпоративного управления;

5) усиление требований регуляторов к системам вознаграждения сотрудников банковского сектора в форме конкретных предписаний в отношении самих практик вознаграждения (страны ЕС) или же преимущественно корпоративного управления в финансовых организациях (США).

Что касается России, то отечественная практика вознаграждения руководителей высшего звена и система корпоративного управления в целом находятся на стадии становления. Исходя из текущей значительной роли государства в экономике и преобладания инсайдерской модели корпоративного управления, а также волатильности фондового рынка, существенные предпосылки к изменению структуры собственности на текущий момент не представляются очевидными. Вследствие этого в ближайшее время вряд ли стоит ожидать взрывного роста доли вознаграждения,

предоставляемого работникам в виде акций. Помимо волатильности рынка ценных бумаг, и, как следствие, низкой привлекательности данного вида вознаграждения, столь распространенного на Западе, предоставление долевых инструментов в практике российских компаний осложняется ограничениями со стороны трудового законодательства. Тем не менее, система вознаграждения топ-менеджмента должна обеспечивать совпадение интересов акционеров и руководителей. Поэтому адаптация западных практик предоставления акций за результаты деятельности (Performance shares/PSU) в случае, если они имеют достаточную ликвидность и использование соответствующих метрик для определения размера вознаграждения, может положительно сказаться на эффективности корпоративного управления.

(56)

Однако сугубо формальное следование западным образцам и механический перенос используемых инструментов вознаграждения в российскую реальность не представляется адекватным ответом, учитывая то, что зарубежные практики формировались с учетом многих факторов на протяжении продолжительного периода. В частности, для оценки результативности и премирования руководителей российских компаний, очевидно, недостаточно использовать исключительно рыночные показатели. Например, капитализация компании в силу, опять-таки, волатильности фондового рынка может не отражать ее способность приносить устойчивую прибыль в долгосрочной перспективе. Поэтому разумное целеполагание (с точки зрения выбора показателей, характеризующих результаты деятельности), а также установление адекватных целевых уровней выполнения показателей и периода оценки результатов деятельности представляется ключевыми направлениями для формирования эффективной системы вознаграждения руководителей.

Отдельного внимания заслуживают практики вознаграждения ключевого управленческого персонала в компаниях с государственным участием, где государство выступает как в качестве акционера, так и в роли регулятора, и при этом оно должно учитывать интересы

иных заинтересованных лиц, зависящих от результатов деятельности компании. Ключевым в таких случаях является понимание механизмов корпоративного управления, необходимых для поддержания баланса интересов многочисленных сторон. В практиках вознаграждения госкомпаний время от времени наблюдается стремление включить в систему расчета переменного вознаграждения топ-менеджмента показатели, основывающиеся на долгосрочной программе развития и производительности труда, а также степень инновационности бизнеса. Зачастую подобные показатели не поддаются точному расчету и представляют собой скорее перечень определенных мероприятий. Несмотря на то, что западные компании в некоторых случаях также включают стратегические показатели для определения размеров вознаграждения, приоритет, как правило, отдается рыночным и финансовым критериям. Если рыночные показатели не всегда могут быть применимы, то финансовые — в состоянии в достаточной степени отразить успешность тех или иных шагов, предпринятых менеджментом, в том числе повышение производительности труда. Долгосрочное премирование на основании выполнения определенных мероприятий несет в себе риск возникновения конфликта интересов в тех случаях, когда они теряют актуальность из-за изменений внешней среды, в то время как внесение корректив в программу премирования *ex post* может быть на практике затруднено, либо в тех случаях, когда подобный перечень мероприятий недостаточно (или, напротив, избыточно) детализирован. Для определения оптимального набора КПЭ также важно понимать, достаточен ли период их оценки для целей премирования. В частности, длительность стратегических программ развития в компании зачастую выходит за пределы цикла программы долгосрочной мотивации, в то время как показатели рентабельности, напротив, могут являться более надежным индикатором для оценки усилий менеджмента на заданном горизонте.

(57)

Направление дальнейшего развития российских практик вознаграждения руководителей высшего звена связано в первую очередь с большей детализацией

рекомендаций в области корпоративного управления (в том числе придание им более инструктивного характера), а также их регулярный пересмотр и обсуждение с деловым сообществом. Например, в области банковского регулирования положения Инструкции № 154-И Банка России целесообразно сблизить с действующим трудовым законодательством, разработать более детализированное руководство по их имплементации, а ряд норм пересмотреть с учетом практики, сложившейся с момента внедрения данного документа.