

## **Глава II. РОЛЬ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ В УСТАНОВЛЕНИИ СТАНДАРТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ КАПИТАЛА**

**О.Б. Деришева, Е.В. Пастухова<sup>1</sup>**

После слияния двух бирж (ЗАО ММВБ и ОАО «РТС») в декабре 2011 года, объединенная биржа - ОАО «Московская Биржа» (далее - Московская Биржа) стремится играть активную роль в повышении стандартов листинга и требований по корпоративному управлению. Своими конкурентами она рассматривает ведущие мировые площадки и поэтому осознает необходимость синхронизации листинговых требования с признанными международными стандартами.

Одним из шагов в этом направлении может стать создание премиального сегмента листинга с повышенными требованиями по корпоративному управлению и прозрачности эмитентов, запуск которого запланирован на вторую половину 2013 г. Цель сегмента - отразить в критериях те аспекты корпоративного управления и прозрачности, которые представляют первоочередную важность для миноритарных акционеров российских компаний. На данный момент акции многих российских компаний торгуются со значительным дисконтом по сравнению с аналогами, как из развитых, так и развивающихся стран. Главными причинами такой недооцененности являются риски корпоративного управления, низкая репутация российского рынка и корпоративная непрозрачность. Подтверждением этого служит тот факт, что в нескольких опросах иностранных инвесторов в 2009-2011 г.г. недостатки корпоративного управления и низкая прозрачность были названы в числе основных препятствий для инвестирования в акции российских компаний. Запуск и положительная история функционирования такого

---

<sup>1</sup> Деришева Оксана Борисовна, Заместитель директора Департамента первичного рынка; Пастухова Елена Владимировна, Руководитель направления консультирования по корпоративному управлению Департамента первичного рынка ОАО «Московская Биржа».

сегмента даст возможность отечественным компаниям продемонстрировать образцовую практику корпоративного управления и, как следствие, улучшить восприятие иностранными и локальными инвесторами российского рынка акций. Идея создания такого сегмента была поддержана участниками Круглого стола ОЭСР по корпоративному управлению в России, проходившем в октябре 2012 года, которые квалифицированным большинством голосов ( $\geq 75\%$ ) проголосовали «ЗА».

Руководство Московской Биржи не ожидает, что премиальный сегмент с первого же года запуска станет массовым продуктом и исходит из того, что на начальном этапе к нему присоединится небольшое число компаний. Вместе с тем, она задумывается над общим повышением уровня корпоративного управления и информационной прозрачности российских компаний с листингом. Существует несколько механизмов, которые могли бы способствовать этому. Кроме создания премиального сегмента, это - и пересмотр Кодекса корпоративного поведения 2002 г. (далее "Кодекс"), который необходим прежде всего из-за устаревания многих его положений и слабого контроля отчетности о соблюдении Кодекса. Еще одним механизмом, который мог бы способствовать общему повышению уровня корпоративного управления в отечественных компаниях, является введение Биржей формы отчета о корпоративном управлении.

### **1. Премиальный сегмент листинга на ОАО «Московская Биржа»**

При разработке критериев премиального сегмента анализировался и учитывался успешный опыт бразильской биржи BM&FBOVESPA по созданию премиального сегмента Novo Mercado<sup>2</sup>, которая преследовала аналогичную цель. Помимо этого проводился анализ требований наивысших уровней листинга других зарубежных бирж с точки зрения регулирования норм корпоративного управления и прозрачности компаний (Нью-Йоркская, Лондонская, Франкфуртская, Гонконгская, Йоханнесбургская биржи).

---

<sup>2</sup> Опыт бразильской биржи BM&FBOVESPA по созданию премиального сегмента Novo Mercado описан во Вводной информации к техническому семинару ОЭСР по корпоративному управлению в России, 30 марта 2012 г. (раздел "Премиальные сегменты Фондовой биржи Сан-Паулу / BOVESPA", pp. 36-47). <http://fs.rts.micex.ru/f/464/2-vvodnaja-informacija-k-tehnicheskemu-seminaru.pdf>

В ходе прemarkетинга премиального сегмента Московская Биржа взаимодействовала и обсуждала проект с экспертами по корпоративному управлению и эмитентами. В рамках проекта по созданию премиального сегмента биржей также был проведен опрос участников рынка, в основном, российских и иностранных инвесторов. Опрос преследовал несколько целей: в первую очередь, понять, какие компании участники рынка ожидают увидеть в данном сегменте, во-вторых, получить обратную связь по предлагаемой концепции премиального сегмента, а именно, понять, насколько она удовлетворяет их ожиданиям и потребностям, и, наконец, в-третьих, выявить дополнительные факторы, которые важны для инвесторов и, как они считают, должны найти свое отражение в требованиях премиального сегмента (подробнее см. п. 1.1).

В данный сегмент была заложена идея добровольного присоединения для эмитентов. Предпосылками для присоединения к нему являются включение обыкновенных акций эмитента в один из двух наивысших котировальных списков и наличие не менее 25% обыкновенных акций в свободном обращении. Дополнительные требования в области корпоративного управления и информационной прозрачности, в основном, ориентированы на защиту прав инвесторов и нивелирование недостатков российского законодательства, а также на применение лучших практик, используемых на международных площадках.

Основными элементами премиального сегмента являются процедуры и обязательства при проведении публичного предложения акций, обязательства, обеспечивающие защиту прав акционеров при проведении существенных корпоративных действий, таких как переход контроля, реорганизация, исключение из сегмента (подробнее см. 1.2). Важным элементом “регулирования” корпоративного управления станут требования, касающиеся деятельности советов директоров. Их целью будет усиление независимой составляющей и повышение роли совета директоров (подробнее см. 1.3). Премиальный сегмент листинга подразумевает обязательство компаний

соблюдать определенный набор требований в области информационной прозрачности, которые, в основном, нацелены на синхронное раскрытие информации на русском и английском языках, на большую транспарентность в области финансовой отчетности, на детальное раскрытие информации по существенным сделкам компании (подробнее см. 1.4).

### **1.1 Результаты опроса инвесторов**

Составление опросника проводилось при участии Ассоциации по защите прав инвесторов и Центра корпоративного управления компании «Делойт» в СНГ. Опрос проводился в январе-апреле 2013 года. В получении обратной связи от респондентов бирже содействовали BNY Mellon и Ассоциация по защите прав инвесторов. В нем приняли участие 27 респондентов, из них 24 инвестора (инвестиционные фонды и управляющие), одна брокерская компания и две компании, оказывающие консалтинговые услуги по корпоративному управлению. Из них 6 респондентов базируются в России /СНГ, 10 – в США, 3 – в Великобритании, 5 – в Континентальной Европе, 2 – в Северной Европе, 1 – на Ближнем Востоке.

Основная масса опрошенных респондентов в большей или меньшей степени инвестируют в акции или депозитарные расписки российских компаний (см. таблицу 1). Среди тех восьми фондов, у которых более 50% портфеля составляют акции/депозитарные расписки российских компаний, половина – это некрупные фонды с инвестициями в Россию до 500 млн. долл., три фонда – с инвестициями в Россию от 500 млн. долл. до 2 млрд. долл. и один – от 2 до 5 млрд. долл. Из тех же семи фондов, в незначительной степени ориентированных на российский рынок (менее 2% от всего портфеля), два фонда с инвестициями в Россию до 500 млн. долл., три – от 500 млн. долл. до 2 млрд. долл. и два – от 2 до 5 млрд. долл.

**Таблица 1. Данные по инвестированию респондентами в российские акции/ДР.**

Объем инвестирования в акции/ДР российских компаний	Количество респондентов (данные по 23 респондентам)	Процент инвестирования в акции/ДР российских компаний в общем инвестиционном портфеле	Количество респондентов (данные по 22 респонденту)
не инвестируют в данный момент	1	не инвестируют в данный момент	1
до 500 млн. долл.	10	<=2%	7
от 0,5 до 2 млрд. долл.	9	>2%, <=5%	2
от 2 до 5 млрд. долл.	2	>5%, <=10%	3
от 5 до 10 млрд. долл.	1	>10%, <=25%	0
		>25%, <=50%	1
		>50%	8

Включение в премиальный сегмент, несомненно, будет являться дополнительной нагрузкой для компаний. Необходимость соответствовать повышенным требованиям по корпоративному управлению и прозрачности потребует от них принятия на себя дополнительных обязательств, введения некоторых новых процедур в области корпоративного управления, внесения соответствующих изменений в устав и другие внутренние документы, совершенствования практики раскрытия информации. Компании должны видеть целесообразность этой дополнительной нагрузки. Привлекательность премиального сегмента в первую очередь должна обеспечиваться интересом со стороны инвесторов (как локальных, так и международных) и их готовностью платить премию к рынку за акции компаний из премиального сегмента.

В рамках опроса респондентам задавался вопрос об их готовности оценить российские компании с премией к рынку, если включение таких компаний в премиальный сегмент будет обеспечивать качественное корпоративное управление и высокие стандарты по защите прав инвесторов. Согласно результатам опроса 67% респондентов были бы готовы заплатить такую премию (22% респондентов оценивают размер соответствующей премии в диапазоне «0-10%» к рынку, 22% – в диапазоне «10-20%», 19% – в диапазоне

«20-30%», 4% – в диапазоне «>30%»). При этом среди высказываний инвесторов, готовых платить существенную премию, встречались такие: “Доказанный высокий уровень корпоративного управления является редкостью для России”. Оставшиеся 33% инвесторов, принимавших участие в опросе, считают, что качественное корпоративное управление – это норма и оно не должно “оплачиваться” дополнительной премией. Около 96% инвесторов заявили, что премиальный сегмент мог бы привлечь на российский рынок новых инвесторов, которые в ином случае не стали бы инвестировать в Россию. Однако многие из них делают оговорку, что создание премиального сегмента должно сопровождаться заметным улучшением рыночной инфраструктуры (в частности, расчетно-клиринговой). Руководство Московской Биржи понимает взаимосвязанность всех элементов биржевого обращения ценных бумаг и в последние годы прилагает усилия по созданию центрального депозитария и запуску торгов в режиме T+n.

Важно понимать ожидания инвесторов по размеру компаний, которые они хотели бы видеть в премиальном сегменте. Примечательно, что около 41% респондентов ответили, что размер компании для них не имеет значения. Видимо, это связано с тем, что они хотели бы инвестировать в компании разного размера и из различных секторов экономики, при условии, что эти эмитенты будут высокого «качества», а инвесторам будет обеспечен большой комфорт за счет дополнительной защиты их прав. При этом 48% респондентов выбрали «от 1 до 10 млрд. долл.» как предпочтительный диапазон по капитализации компаний в премиальном сегменте (либо как единственный вариант, либо как один из двух наиболее предпочтительных вариантов). Это может свидетельствовать о том, что инвесторы «делают ставку» на компании средней капитализации, которые более гибки в своих практиках и подходах и с большей вероятностью, по сравнению с «голубыми фишками», приняли бы на себя дополнительные обязательства, предусмотренные премиальным сегментом.

**Таблица 2. Данные по ожидаемому размеру компаний в премиальном сегменте.**

Ожидаемый (предпочитаемый) размер капитализации компаний в премиальном сегменте	Количество респондентов (предоставлялась возможность выбора двух ответов)	% от общего количества респондентов
Не имеет значения	11	41%
до 300 млн. долл.	0	0%
от 0,3 до 1 млрд. долл.	7	26%
от 1 до 10 млрд. долл.	13	48%
от 10 млрд. долл.	4	15%

Одним из наиболее существенных аспектов в работе над созданием премиального сегмента листинга является понимание того, какие проблемы и риски локальные и международные инвесторы видят в России в области соблюдения и защиты их прав. В ходе опроса инвесторов просили назвать три наиболее важных проблемы в этой области. Первым по цитируемости стал ответ: «злоупотребление со стороны менеджмента/коррупция»: 63% респондентов выбрали его как один из трех основных рисков, с которыми они сталкиваются в России. Их позиция, по-видимому, в первую очередь, сформирована под влиянием плохой репутации России с точки зрения распространения коррупции. Так, Российская Федерация занимает 133 место среди 175 стран в «Индексе восприятия коррупции» (Corruption Perceptions Index 2012), публикуемом Transparency International, который измеряет и оценивает воспринимаемые уровни коррупции публичного сектора в разных странах. На основе экспертного мнения странам выставляются баллы от 0 (высокий уровень коррупции) до 100 (отсутствие коррупции). В 2012 году Россия получила 28 баллов (максимальный балл – 90 у Дании, Финляндии и Новой Зеландии, минимальный – 8 у Афганистана, Северной Кореи и Сомали). Во-вторых, негативный фон в этой области также создают злоупотребления со стороны менеджмента в российских компаниях. Одним из громких дел, дошедших до суда и попавших в «публичное поле», стали действия генерального директора ОАО «Кировский завод». Начиная с июля 2010 г. в судебных инстанциях рассматривалась

возможность взыскания убытков, причиненных дочернему обществу, с генерального директора материнского общества. По заявлению миноритарных акционеров указанные убытки были причинены вследствие покупки акций компании, принадлежащей генеральному директору материнского общества и его матери, по завышенной цене<sup>3</sup>.

Второе место по цитируемости разделили два ответа респондентов, касающихся практики корпоративного управления в России (41% респондентов по каждому). Как один из трех основных рисков инвесторы назвали «вывод активов через сделки со связанными сторонами» и «принудительный выкуп долей миноритарных акционеров по несправедливым ценам». Эти проблемы, действительно, актуальны для России. Только в 2012 году произошло несколько громких скандалов, связанных с выдавливанием миноритарных акционеров по несправедливым ценам и другими нарушениями их прав. В первую очередь, это искусственное вытеснение миноритариев ОАО «Седьмой континент» через проведение принудительного выкупа по заниженной цене и с большим количеством нарушений, в частности, вопреки запрету со стороны ФСФР России. Данная сделка вызвала значительный резонанс в инвестиционном сообществе.

Третьим по цитируемости ответом участников опроса, который отметили 37% инвесторов, стало «нерыночное влияние государства как акционера». Согласно Принципам ОЭСР по корпоративному управлению для государственных предприятий<sup>4</sup>, основная проблема заключается в поиске баланса между обязанностью государства активно выполнять функции собственника, такие как номинирование и избрание членов совета директоров, и в то же время необходимостью воздерживаться от чрезмерного политического вмешательства в руководство компаний. Другой важный вызов для

---

<sup>3</sup> В 2007 году была заключена сделка, которая не понравилась миноритарным акционерам: по материалам дела ОАО «Кировский завод» создал дочерний Путиловский литейный завод, внес в его капитал 580 млн руб., а затем на это дочернее общество через цепочку оффшоров была приобретена 66% - ная доля в ООО "Сигма-инвест", принадлежавшая Георгию Семененко (генеральному директору ОАО «Кировский завод») и его матери. За нее было заплачено 612,8 млн руб. Миноритарные акционеры сочли, во-первых, что сделки, в результате которых доля семьи Семененко в "Сигма-инвест" перешла к Путиловскому заводу, заключались между связанными компаниями, а, во-вторых, ее стоимость была завышена.

<sup>4</sup> <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/34803211.pdf>



государства, как собственника, - обеспечение единых «правил игры» на рынках, где компании частного сектора могут конкурировать с государственными предприятиями, и недопущение нарушений норм конкуренции посредством использования своих регулятивных или надзорных полномочий. В России государство сталкивается с аналогичными проблемами, и, несомненно, его наиболее заметные действия вызывают пристальное внимание со стороны акционеров и инвесторов. В частности, в последние годы у инвесторов в российские акции вызывает вопросы непоследовательная политика государства в электроэнергетическом секторе. Недостаток должного контроля над ходом исполнения инвестиционных программ после реформирования РАО ЕЭС привел к ухудшению инвестиционного климата в отрасли. Например, в мае 2012 года было объявлено о потенциальном объединении ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «Холдинг МРСК». Инвесторы негативно восприняли будущее слияние двух сетевых компаний и после появления первых сообщений об этом в прессе акции этих компаний серьезно упали в цене<sup>5</sup>. Также негативно было воспринято сообщение о передаче полномочий единоличного исполнительного органа ОАО «Холдинг МРСК» компании ОАО «ФСК ЕЭС».

Среди часто встречающихся ответов также были «нарушения при приобретении крупных пакетов акций»<sup>6</sup> и «ненадлежащее влияние со стороны частного контролирующего акционера» (22% по каждому из пунктов). Такой результат, в частности, обусловлен низкой эффективностью правовых и регуляторных механизмов защиты миноритарных акционеров в России. В разгар мирового финансового кризиса ряд крупных акционеров использовали разнообразные формальные основания для уклонения от выполнения требования об обязательном предложении после приобретения контроля над компаниями. Основная масса таких нарушений и фактов несоблюдения прав

---

<sup>5</sup> В октябре 2012 года стало известно, что планы по возможному слиянию ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «Холдинг МРСК» были скорректированы. Было заявлено, что планируется создать единую управляющую компанию (УК) для ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «Холдинга МРСК».

<sup>6</sup> Такие, как несправедливая цена выкупа и уклонение от обязательного предложения.

миноритарных акционеров пришлось на период с середины 2008 г. до середины 2010 г. Однако подобные ситуации повторялись и в последние годы: ярким примером является несоблюдение сроков по выставлению оферты Highstat Ltd Алексея Мордашова миноритарным акционерам ОАО «Силловые машины» (соответствующее обязательство наступило в декабре 2011 года). В начале апреля 2013 года компания все же выставила оферту по приемлемой цене, однако чтобы добиться этого миноритариям пришлось привлекать внимание регулятора, инвестиционного сообщества и ждать больше года.

Помимо понимания и оценки основных рисков корпоративного управления, которые инвесторы видят в России, необходимо выделить те факторы, которые, по их мнению, должны найти свое отражение в требованиях премиального сегмента. Опрос инвесторов показал, что основные факторы уже учтены в концепции премиального сегмента (см. таблицу 3).

**Таблица 3. Наиболее популярные ответы в ходе опроса инвесторов.**

	Три наиболее популярных ответа среди инвесторов	Количество респондентов (предоставлялась возможность выбора трех ответов)	% от общего числа респондентов (из 26 респондентов)
1	Стандарты информационной прозрачности	24	92%
2	Регулирование сделок по приобретению крупных пакетов акций	11	42%
3	Независимость членов советов директоров (включая критерии независимости)	10	38%
3	Установление процедур по утверждению сделок со связанными сторонами	10	38%

## 1.2 Защита прав потенциальных и существующих акционеров

Включение в премиальный сегмент будет сопровождаться рядом юридических особенностей, новых для российской практики. В частности, подписание эмитентом, топ-менеджерами, контролирующим акционером(ами) заявления о согласии с правилами сегмента и с возможными изменениями к ним. Серьезное нарушение ряда требований премиального сегмента приведет к исключению из него, что, в свою очередь, будет «включать» механизм офферт, иными словами, предложение о выкупе акций со стороны контролирующего акционера всем остальным акционерам.

Еще одной новацией премиального сегмента является возможность для акционеров передавать ряд споров для рассмотрения в Арбитражную комиссию при бирже. Эта возможность будет обеспечена посредством того, что эмитент / контролирующий акционер (контролирующее лицо) / члены совета директоров / члены коллегиального исполнительного органа / единоличный исполнительный орган должны будут подписать безотзывную арбитражную оговорку, в соответствии с которой они дают согласие передать на рассмотрение арбитражной комиссии (и добровольно исполнить ее соответствующее решение) ряд споров в случае, если с требованием о рассмотрении соответствующего спора в нее обратится акционер эмитента.

Такое предложение со стороны Московской Биржи обусловлено тем, что участники рынка не доверяют российским государственным судам, в частности, из-за их подверженности влиянию «сильных» сторон и недостатка независимости, препятствующих эффективному применению корпоративного законодательства. Своевременность и целесообразность подобного предложения со стороны биржи подтверждается результатами опроса инвесторов: 92% респондентов ответили отрицательно на вопрос о доверии российской судебной системе в ее способности справедливо разрешать корпоративные споры. При этом на вопрос о доверии Арбитражной комиссии при бирже в справедливом разрешении аналогичных споров 54% респондентов заявили, что это будет зависеть от результатов по нескольким первым

делам, ещё 15% респондентов ответили, что это будет зависеть от опыта и репутации судей. Руководство Московской Биржи осознает важность персонального состава судей и их безупречной репутации. Конкурентным преимуществом Арбитражной комиссии при бирже является открытый список, который даст возможность привлекать к разрешению споров судей самого высокого уровня с опытом разрешения корпоративных конфликтов в международных судах. Более того, в рамках проекта в феврале 2013 г. был расширен список третейских судей за счет включения в него шести международных судей.

Процедуры и обязательства при проведении публичного предложения акций включают в себя одногодичный период ограничения на продажу акций со стороны менеджмента и контролирующего акционера, 6-месячный период ограничения на выпуск эмитентом новых акций, раскрытие информации об использовании средств, привлеченных в рамках размещения акций

Помимо обязательств, нацеленных на защиту прав акционеров при проведении существенных корпоративных действий, предполагается, что эмитенты будут также добровольно применять расширенное преимущественное право<sup>7</sup> и соблюдать ограничения на голосование квазиказначейскими акциями<sup>8</sup>. В России оба эти момента в недостаточной степени регулируются законом, однако существующая в настоящее время практика вызывает множество нареканий со стороны инвесторов. При этом во многих юрисдикциях соответствующие нормы закреплены на уровне закона. В качестве примеров по ограничению на голосование квазиказначейскими акциями можно привести законодательство США, Германии, Великобритании, Франции и Бразилии. Расширенное преимущественное право предусмотрено законодательствами США, Великобритании, Германии, Испании и Италии.

---

<sup>7</sup> Обеспечение владельцам обыкновенных акций преимущественного права приобретения размещаемых впервые привилегированных акций; обеспечение владельцам привилегированных акций (если у эмитента несколько видов привилегированных акций, то всем одновременно) преимущественного права приобретения впервые размещаемых привилегированных акций нового типа.

<sup>8</sup> Эмитент обязуется обеспечить неголосование подконтрольными ему лицами акциями эмитента, что будет представлять собой добровольный отказ от реализации права подконтрольных ему лиц по голосованию акциями эмитента, не влекущий прекращения соответствующего права.

### **1.3. Основные требования по составу и процедурам совета директоров**

Деятельность совета директоров – ключевой элемент системы корпоративного управления в компании. Для эффективного осуществления советом своих функций, в частности, по защите интересов акционеров и снижению бизнес-рисков, в его состав избирают независимых директоров. Для того, чтобы независимые директора могли оказывать существенное влияние на решения, принимаемые советом, и играть заметную роль в контроле над менеджментом и защите прав миноритарных акционеров, они должны составлять не менее определенной доли в составе совета. Лучшей практикой в этом отношении является установление минимальной квоты по независимым членам совета директоров равной половине состава совета. Однако для контролируемых компаний может быть предусмотрено понижение соответствующей квоты до трети совета. Например, такое послабление предусмотрено в правилах листинга Нью-Йоркской Фондовой Биржи. Согласно исследованию Центра корпоративного управления компании «Делойт» в СНГ, опубликованному в декабре 2012 г., среди 135 публичных российских компаний единственный мажоритарный акционер существует в 60%, а средний размер мажоритарного пакета в таких компаниях составляет 64%<sup>9</sup>. Учитывая то, что в России доминирует концентрированная структура собственности, в рамках премиального сегмента предусмотрена квота по доле независимых равная трети состава совета, но не менее 3 независимых членов совета директоров.

Выполнение подобного требования является вполне реализуемым в рамках российского рынка акций, что подтверждается результатами ряда исследований, проведенных в 2012 г. Согласно совместному исследованию PriceWaterhouseCoopers (PwC) и Ассоциации независимых директоров (АНД), опубликованному в октябре 2012 г., в выборке из 50 крупнейших публичных российских компаний независимые директора в

---

<sup>9</sup> Структура корпоративного управления публичных российских компаний. М., 2012, с. 4, с.11.

среднем составляют 39% от общего числа членов совета директоров<sup>10</sup>. В выборке из 135 публичных российских компаний, анализируемой в вышеупомянутом исследовании компании «Делойт», внешние директора<sup>11</sup> составляют в среднем 33% от общей численности совета директоров. Более того, в 34 компаниях они составляют большинство в совете директоров.

Вместе с тем, результаты опроса инвесторов, проведенного Московской Биржей, показывают, что в среднем наиболее предпочтительная минимальная квота по независимым директорам составляет 47%. Очевидно, что введение квоты в 1/3 является лишь первым шагом по усилению требований, связанных с деятельностью совета, и со временем необходимо будет повышать соответствующий порог для того, чтобы соответствовать растущим ожиданиям инвесторов. Фактор независимости председателя совета директоров также находится в фокусе внимания инвесторов. В рамках опроса, проведенного биржей, на вопрос о необходимости назначения на роль председателя независимого директора никто из респондентов не выбрал ответ «не имеет значения», 31% ответил, что председатель «должен быть независимым», 69% - «предпочтительно, чтобы был независимым». Согласно данным совместного исследования PwC и АНД, в 20% из 50 крупнейших публичных российских компаний председатель совета является независимым директором<sup>12</sup>.

Комитет по аудиту при совете директоров играет важную роль в контроле над менеджментом, в надзоре за составлением финансовой отчетности, в мониторинге системы риск-менеджмента, внутреннего контроля и аудита. Для обеспечения независимого контроля за этими процессами необходимо, чтобы данный комитет состоял

---

<sup>10</sup> Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. М., 2012, с. 9.

<sup>11</sup> В рамках исследования авторы воздерживались от какого-либо оценочного суждения в отношении независимости любого отдельно взятого директора или степени независимости совета директоров в целом. Авторы исследования относили директоров к одной из двух категорий: внутренние и внешние директора, в частности, к категории внешних относили следующих директоров: 1) миноритарные акционеры, владеющие менее 10% акций и руководители/сотрудники компаний таких акционеров; 2) неаффилированные директора. Категория неаффилированных директоров, как правило, включала акционеров-активистов, бывших государственных служащих, менеджеров в отставке, финансистов и представителей академической среды.

<sup>12</sup> Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. М., 2012, с. 13.

независимых директоров. Одним из нововведений премиального сегмента листинга Московской Биржи является требование о том, чтобы комитет по аудиту полностью состоял из независимых директоров, более жесткое по сравнению с текущими требованиями Правил листинга. Данное условие также вполне соотносится с практикой передовых в точки зрения корпоративного управления российских компаний. Согласно данным исследования компании «Делойт» среди 123 компаний (из 135), в которых создан комитет по аудиту, в 43% большинство в комитетах по аудиту составляют внешние директора, а в 23% компаний они полностью состоят из внешних директоров<sup>13</sup>.

При введении квот по независимой составляющей совета директоров и комитета по аудиту ключевым вопросом является само определение независимого директора и критерии, которые применяются при оценке его независимости по формальным признакам. Критерии, применяемые в настоящее время, не являются единообразными и не учитывают ряд важных особенностей, способных повлиять на независимость директора и которые, как правило, признаются как релевантные при определении независимого статуса кандидата в иностранных юрисдикциях. В рамках проекта по модернизации системы листинга Московская Биржа разработала набор критериев независимости директоров, который будет применяться к компаниям в премиальном сегменте листинга. Цель обновления критериев независимости - усилить требования, предъявляемые к независимым директорам и тем самым повысить их статус и роль в компании. Руководство биржи исходит из того, что предъявляя более высокие требования к независимым директорам, она будет способствовать построению более эффективных механизмов сдержек и противовесов в системе корпоративного управления. При разработке критериев учитывался международный опыт, а также особенности практики российских компаний. Разработанный набор критериев обсуждался и согласовывался с

---

<sup>13</sup> Структура корпоративного управления публичных российских компаний. М., 2012, с. 17.

экспертами в области корпоративного управления, а также наиболее активными эмитентами.

В феврале 2013 г. обновление Кодекса корпоративного поведения перешло в активную фазу. В частности, обсуждались новые критерии независимости, которые должны быть закреплены в Кодексе. Необходимо создать единообразный набор критериев, которые будут зафиксированы в обновленном Кодексе и в листинговых требованиях. Среди новаций, вошедших в обновленный набор критериев независимости, - расширенное понятие близких родственников, более подробное описание материальных выгод, которые директор может получать от компании и от подконтрольных ей лиц, возможных взаимосвязей директора с мажоритарным акционером, существенным контрагентом, а также с государством.

Помимо совершенствования состава, важнейшим условием усиления роли совета директоров является расширение его компетенции. Требования премиального сегмента листинга Московской Биржи предусматривают расширение полномочий совета при одобрении крупных сделок. В соответствии с действующим российским законодательством порог сделок, подлежащих одобрению советом директоров, устанавливается на уровне 25% от балансовой стоимости активов, который экспертами считается слишком высоким и не позволяющим совету в полной мере контролировать деятельность менеджмента. В рамках премиального сегмента листинга компаниям предлагается понизить соответствующий порог до 5% от балансовой стоимости активов.

В России подобная практика уже сложилась. Некоторые компании добровольно закрепили более низкий порог сделок, выносимых на одобрение совета директоров, в своих уставах. Например, в ОАО «НЛМК», ОАО «ГМК «Норильский Никель», ОАО «НОВАТЭК» и ОАО «Магнит» эти пороги составляют 2%, 2%, 5%, 5%, соответственно. Наряду с процентными порогами по сделкам отдельные компании также установили и



абсолютные пороги по крупным сделкам (например, в ОАО «МТС» - он равен 100 млн. долл., в ОАО «Роснефть» и ОАО «Северсталь» - 500 млн. долл.).

Наряду со сделками с заинтересованностью, определяемыми ФЗ «Об акционерных обществах», под контроль совета директоров должны подпадать сделки, которые классифицируются как сделки со связанными сторонами при составлении консолидированной отчетности в соответствии с МСФО. Для того, чтобы не перегружать совет рассмотрением мелких сделок, для таких сделок эмитента /подконтрольных эмитенту юридических лиц предусмотрен критерий материальности - не более 1% стоимости активов в соответствии с применяемыми стандартами международной отчетности. Необходимость регулирования сделок со связанными сторонами в премиальном сегменте подтверждается результатами опроса. При анкетировании инвесторам задавался вопрос “Назовите три наиболее важных механизма корпоративного управления, которые должны найти отражение в премиальном сегменте?”. Третьим по цитируемости стал ответ: “установление процедур по утверждению сделок со связанными сторонами” (38% респондентов).

Для обеспечения большего контроля за деятельностью подконтрольных лиц со стороны общества в премиальном сегменте вводится критерий по предварительному одобрению советом директоров эмитента «существенных» сделок (одной или нескольких взаимосвязанных сделок на сумму  $\geq 5\%$  от активов группы), совершаемых подконтрольными эмитенту компаниями.

#### **1.4 Основные требования по информационной прозрачности компаний**

В рамках опроса инвесторов серьезное внимание было также уделено информационной прозрачности. Респондентам было предложено проранжировать различные аспекты, связанные с транспарентностью публичных компаний, и выбрать три, представляющие наибольшую ценность для них. Среди наиболее популярных ответов

были: «детальное раскрытие данных по всем крупным сделкам и сделкам со связанными сторонами» (73% респондентов), «полугодовая отчетность по МСФО» (69%), «синхронное раскрытие информации на русском и английском языках» (65%).

Концепция премиального сегмента Московской Биржи учитывает все вышеперечисленные моменты. Одним из преимуществ для инвесторов станет синхронизация оперативного раскрытия существенной информации на русском и английском языках. Среди основных моментов, связанных с транспарентностью – полугодовая отчетность по МСФО, сопровождаемая заключением независимых аудиторов, публикация анализа результатов деятельности и финансового положения эмитента (MD&A) на полугодовой основе, отсутствие оговорок в заключении независимых аудиторов по результатам аудита<sup>14</sup>, раскрытие информации о конечных контролирующих собственниках, основных условиях акционерных соглашений, сделках со связанными сторонами, системе вознаграждения топ-менеджеров и членов совета директоров, улучшение IR практик.

## **2. Обновление Кодекса корпоративного поведения**

Кодекс корпоративного поведения 2002 г., несомненно, внес значительный вклад в развитие корпоративного управления в России. В свое время он способствовал введению многих новых элементов в практику корпоративного управления российских компаний. На уровне биржевых Правил листинга был закреплён ряд требований по корпоративному управлению, основанных на рекомендациях Кодекса. Обязательность их исполнения, сопутствующая включению компаний в котировальные списки, способствовала совершенствованию в них механизмов корпоративного управления. Вместе с тем ряд норм, применяемых к компаниям в рамках биржевого регулирования, – относительно узкий и не учитывает все основные риски, свойственные в настоящий момент российской

---

<sup>14</sup> В рамках опроса инвесторам задавался вопрос о допустимости наличия оговорки в заключении независимых аудиторов по результатам аудита. В результате, 96% респондентов просигнализировали о недопустимости наличия оговорок.

корпоративной среде. Обновление Кодекса может привести к повышению листинговых требований, связанных с корпоративным управлением.

Устаревание российского Кодекса также является важным аспектом. За прошедшие 10 лет многие международно признанные кодексы пересматривались по несколько раз (например, Кодекс Великобритании обновлялся пять раз). Последняя волна пересмотров была вызвана мировым кризисом, начавшимся в 2007 г. Кризис привел к переоценке некоторых принципов корпоративного управления: роли совета директоров и независимых директоров в системе риск-менеджмента, политики вознаграждения топ-менеджеров и директоров и т.д. Начиная с 2002 г. был обновлен ряд международных сводов рекомендаций, таких как Принципы корпоративного управления ОЭСР, некоторые релевантные директивы и рекомендации Европейской комиссии. И, наконец, за последние 10 лет заметно изменилось российское законодательство, что произошло, в частности, за счет интеграции некоторых положений Кодекса в корпоративное право. Это также диктует необходимость пересмотра Кодекса, поскольку его нормы в большой степени должны отталкиваться от текущего законодательства.

Московская Биржа принимала активное участие в проекте по пересмотру Кодекса корпоративного поведения в рамках серии совместных с ОЭСР круглых столов в 2013 году. Биржа является активным участником этого проекта. Проект предполагает публичное обсуждение драфта обновленного Кодекса и вопросов по его имплементации. В первую очередь, пересмотр Кодекса нацелен на синхронизацию его положений с принятыми международными практиками и повышение понятности российского рынка для иностранных инвесторов.

Каждая из глав Кодекса претерпела существенные изменения. Глава “Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав” включает описание процедур подготовки и проведения общего собрания акционеров. Новации, связанные с соответствующими процедурами, прежде всего отражают

изменения, которые произошли в этой сфере за последние 10 лет. Среди рекомендаций обновленного проекта Кодекса – публикация материалов собрания на Веб-сайте компании, доступ в электронной форме к сообщению о проведении собрания акционеров и материалам по заявлению акционера. Среди новаций проекта Кодекса - введение ограничения на голосование квазиказначейскими акциями, которое согласуется с предложениями премиального сегмента листинга Московской Биржи.

Совет директоров и его функции занимают центральное место в проекте новой редакции Кодекса. Среди основных изменений в описании роли и сфер деятельности совета директоров - выделение его ключевых функций, разработка новых критериев независимости, отдельное описание функций комитета по номинациям и комитета по вознаграждениям (с оговоркой о потенциальной возможности их объединения), в случае необходимости возможность привлечения экспертов и консультантов к работе комитетов при совете директоров, при условии, что они не могут обладать правом голоса при принятии решений по вопросам компетенции соответствующего комитета.

Описание систем вознаграждения членов совета директоров и исполнительных органов общества, приведенное в Кодексе корпоративного поведения 2002 г., требовало существенного пересмотра из-за несоответствия современным международным тенденциям. В проекте Кодекса учтены посткризисные подходы к построению соответствующих систем вознаграждения, такие как, рекомендация не включать опционные программы при структурировании вознаграждения членов совета директоров. Для исполнительных органов в проекте Кодекса проведено более четкое разделение на фиксированное, краткосрочное и долгосрочное вознаграждение и его составляющие, обоснована необходимость учета рисков при структурировании таких программ, представлены рекомендации относительно ограничений на выходные пособия.

В проекте новой редакции Кодекса содержится также общее описание системы

управления рисками и внутреннего контроля. В соответствующей главе Кодекса 2002 г.<sup>15</sup> акцент был сделан, в основном, на контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества. Однако, очевидно, что в современной корпорации внутренний контроль не может рассматриваться в отрыве от системы риск-менеджмента. Поэтому в проекте Кодекса значительное внимание уделяется построению и функционированию системы риск-менеджмента, в частности, более подробно описывается роль совета директоров в этом процессе. Принципиально важный момент – это проведение четкого разделения между функцией внутреннего контроля и внутреннего аудита. В проекте подчеркивается, что общество осуществляет внутренний аудит для проведения систематической, независимой оценки надежности и эффективности системы управления рисками и внутреннего контроля, а также практики корпоративного управления. Обществу рекомендуется предусмотреть механизмы, позволяющие обеспечить независимость подразделения внутреннего аудита, которая достигается путем разграничения функциональной и административной подотчетности.

В главе, посвященной раскрытию информации и ее предоставлению акционерам, описываются основные принципы: регулярность и оперативность раскрытия, доступность, достоверность и сравнимость данных, полнота информации. Наибольшее внимание уделено полноте публикуемой на Веб-сайте общества информации, в частности рекомендуется раскрывать всю существенную информацию касающаяся различных аспектов его деятельности, даже если публикация таких данных не предусмотрена законодательством. Наряду со сведениями, предусмотренными законодательством, в проекте приводятся подробные рекомендации по раскрытию дополнительной информации о стратегии общества, его финансовой деятельности и финансовом состоянии, структуре капитала, его социальной и экологической ответственности, системе корпоративного управления.

---

<sup>15</sup> Глава 8. «Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества».

Согласно проекту Кодекса к существенным корпоративным действиям в первую очередь относятся реорганизация общества, приобретение им 30% и более голосующих акций другого общества, совершение крупных сделок, увеличение уставного капитала, осуществление листинга и делистинга акций.

При рассмотрении вопроса реорганизации общества важная роль отводится совету директоров. Отдельно рассматривается реорганизация с заинтересованностью.<sup>16</sup> В этом случае предлагается создание специального комитета из независимых директоров, выражающих позицию относительно предлагаемой реорганизации и оценивающих ее параметры. Серьезное внимание уделяется соблюдению прав владельцев привилегированных акций в ходе реорганизации. В разделе, посвященном приобретению 30% и более голосующих акций общества, учтен опыт нарушений процедур обязательного предложения, произошедших за последние годы. В частности, компаниям рекомендуется раскрывать сведения о том, применяются ли при покупке крупного пакета ее акций какие-либо требования о предварительном согласовании приобретения, выявлять и пресекать попытки манипулирования ценой акций, осуществляемые в целях влияния на цену поглощения.

В проекте Кодекса описывается спектр сделок, которые компаниям следует отнести к существенным, и включить их одобрение в компетенцию совета директоров. Компаниям рекомендуется также установить контроль совета за крупными сделками подконтрольных юридических лиц, а именно предварительно рассматривать и одобрять позицию общества относительно совершения подконтрольными юридическими лицами таких сделок, что согласуется с аналогичным предложением в премиальном сегменте листинга Московской Биржи. Особое внимание следует уделять защите прав акционеров при увеличении

---

<sup>16</sup> Под реорганизацией с заинтересованностью понимается реорганизация в форме слияния или присоединения (либо включающая в себя слияние и/или присоединение в качестве одного из ее этапов), при которой лицо (лица), контролирующее общество, одновременно является лицом (лицами), контролирующим хотя бы одно из иных юридических лиц, участвующих в реорганизации.

уставного капитала общества. Например, предоставлять расширенное преимущественное право акционерам, что также предусмотрено премиальным сегментом листинга биржи.

В целом, пересмотр Кодекса является важной и своевременной инициативой, которая позволит отразить в обновленном документе лучшие стандарты и практики, выработанные за последние годы. Существенным моментом является тот факт, что пересмотр Кодекса синхронизирован с реформированием листинга ценных бумаг, частью которого является создание премиального сегмента листинга. Подобная синхронизация позволит бирже ориентироваться на соответствующий современным тенденциям документ и применять его положения по отношению к компаниям-эмитентам.

### **3. Введение формы отчетности о корпоративном управлении**

В настоящее время в свои годовые отчеты компании включают раздел, в котором описывают систему и общие принципы корпоративного управления, применяемые в обществе, а также излагают основные события и изменения в области корпоративного управления, произошедшие за последний год. Однако ни на уровне регулирования, ни на уровне правил листинга биржи к данному разделу годового отчета никаких требований не предъявляется. Поэтому практика российских компаний разнообразная: одни весьма подробно описывают всевозможные аспекты своей системы корпоративного управления, тогда как другие ограничиваются минимальным набором типичных формулировок. Вместе с тем, в отдельном приложении к годовому отчету компании, как правило, размещают отчет о соблюдении Кодекса корпоративного поведения, который состоит из 78 пунктов. Столь широкий спектр пунктов не позволяет им сфокусироваться на основных элементах системы корпоративного управления и делает подобное описание минимально содержательным. В результате, такой отчет не имеет большой практической пользы и не содержит необходимой информации для инвесторов и других заинтересованных сторон. Более того, из-за отсутствия эффективного механизма контроля

отчетности о соблюдении Кодекса некоторые компании попросту не публикуют соответствующие отчеты.

Московская Биржа осознает необходимость создания определенной формы, которая бы задавала ориентиры для раскрытия информации о практике корпоративного управления в компаниях и учитывала бы основные риски, связанные с его состоянием. Разработав такую форму, биржа могла бы применять ее к компаниям, чьи акции включены в котировальные списки, и осуществлять мониторинг соответствующего раскрытия в этих компаниях.

После обсуждения проекта обновленного Кодекса корпоративного поведения на Техническом семинаре по корпоративному управлению ОЭСР-Россия в середине мая 2013 г. в качестве следующего шага биржа видит проведение публичного обсуждения возможной формы отчета о корпоративном управлении с тем, чтобы в максимальной степени учесть мнение экспертов и участников рынка. Вместе с тем, при разработке соответствующей формы отчета необходимо учесть следующие аспекты, способствующие формированию полноценной системы раскрытия информации о состоянии корпоративного управления:

- Описание системы и общих принципов корпоративного управления, применяемых в обществе;
- Отчет о выполнении обществом рекомендаций Кодекса корпоративного поведения с указанием рекомендаций, которые не соблюдаются обществом и объяснением причин такого несоблюдения;
- Сведения о составе коллегиального исполнительного органа, совета директоров и его комитетов (подробные биографии, указание на председателя, заместителя председателя, независимых членов совета);



- Отчет о работе совета директоров и его комитетов за год (статистика по типам заседаний, индивидуальная посещаемость, описание наиболее существенных вопросов, рассмотренных на заседаниях совета и его комитетов, основных рекомендаций, которые комитеты давали совету директоров, результаты оценки комитетом по аудиту эффективности процесса проведения внешнего и внутреннего аудита);
- Сведения о взаимодействии с акционерами членов совета директоров и топ-менеджеров компании, в частности, их взаимодействие с институциональными акционерами;
- Сведения об оценке (самооценке) работы совета директоров;
- Сведения о наличии у членов совета директоров и исполнительных органов конфликта интересов;
- Описание системы вознаграждения членов совета директоров, в том числе размер индивидуального вознаграждения по итогам года по каждому члену совета;
- Описание принципов и подходов, применяемых в отношении мотивации топ-менеджеров, в том числе сведения о суммарном вознаграждении наиболее высокооплачиваемых членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих сотрудников;
- Сведения о займах (кредитах), выданных обществом (юридическим лицом из группы организаций, в состав которой входит общество) членам совета директоров и исполнительного руководства.

Все проанализированные в данной главе темы будут находиться в центре внимания Московской Биржи в 2013 году. Эти инициативы направлены на повышение качества российского фондового рынка, его развитие, рост конкурентоспособности и привлечение иностранных инвесторов. Роль биржи в этих процессах является ключевой, ввиду того, что Кодекс носит рекомендательный характер, в то время как набор обязательных для

исполнения требований задается на уровне биржевого регулирования, и именно биржа осуществляет контроль за качеством следования рекомендациям и регулярной отчетности.