



**OECD Russia
Corporate Governance
Roundtable**

ВВОДНАЯ ИНФОРМАЦИЯ К ТЕХНИЧЕСКОМУ СЕМИНАРУ 30 МАРТА 2012 ГОДА

Олег Швырков, Ph.D.,¹

Февраль 2012 года

Целью настоящего отчета является предоставление вводной информации участникам технического семинара «Круглый стол ОЭСР по корпоративному управлению в России», который будет организован в марте 2012 года в г. Москва, Российская Федерация. Отчет посвящен трем вопросам: i) Основываясь на предыдущих исследованиях ОЭСР, в данном документе дается описание традиционной роли бирж в определении и регулировании норм корпоративного управления на различных рынках, а также текущей роли бирж в сфере регулирования корпоративного управления в России; ii) Основываясь на предыдущих исследованиях ОЭСР, в данном документе дается обзор существующих в России требований в отношении раскрытия информации и роли требований листинга в повышении прозрачности российских публичных компаний. В данном отчете приведены некоторые международные сравнительные исследования, а также описаны отдельные сферы для повышения прозрачности, которые потенциально могут быть реализованы с помощью листинговых требований; и iii) Основываясь на исследованиях ОЭСР и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO), в данном отчете представлен обзор законодательства об инсайдерской торговле и о манипулировании рынком в России, а также приводятся некоторые международные сопоставления.

¹ Олег Швырков -- директор по корпоративному управлению компании «Делойт СНГ» (Москва). Данный отчет был подготовлен в рамках индивидуального консультационного проекта и может не отражать мнение компании «Делойт» или ОЭСР.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВОДНАЯ ИНФОРМАЦИЯ К ТЕХНИЧЕСКОМУ СЕМИНАРУ 30 МАРТА 2012 ГОДА ..	1
РОЛЬ БИРЖИ В УСТАНОВЛЕНИИ СТАНДАРТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	3
1. Резюме	3
2. Роль бирж в национальной инфраструктуре корпоративного управления: обзор. Традиционная роль бирж в регулировании вопросов корпоративного управления	4
Формы и практика участия бирж в регулировании вопросов корпоративного управления	6
3. «Мягкое» правовое регулирование: подход «соблюдай или объясняй» в регулировании вопросов корпоративного управления.....	8
Распространение Кодексов корпоративного управления и регулирование на основе принципа «соблюдай или объясняй»	8
Пример Стамбульской фондовой биржей	11
4. Иные инициативы фондовых бирж: режимы добровольного присоединения и гибридного регулирования	13
Премияльные сегменты Фондовой биржи Сан-Паулу / BOVESPA.....	14
5. Объединенная московская биржа: существующие и ожидаемые нормативные акты	17
6. Выводы: какой представляется российская практика регулирования в сравнении с другими странами?	20
ПРОЗРАЧНОСТЬ И РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ: РОЛЬ ПРАВИЛ ЛИСТИНГА	21
1. Резюме	21
2. Основные формы регулирования и глобальная лучшая практика.....	22
3. Российский пример – действующее регулирование раскрытия информации и актуальные инициативы	24
4. Российские стандарты раскрытия информации в сравнении с другими рынками	25
5. Выводы – основные сферы для усовершенствования.....	27
РЕГУЛИРОВАНИЕ ВОПРОСОВ ИНСАЙДЕРСКОЙ ТОРГОВЛИ И МАНИПУЛИРОВАНИЯ РЫНКОМ	28
1. Резюме	28
2. Преобладающие формы регулирования и глобальная передовая практика.....	28
3. Российская практика – действующее и вступающее в действие законодательство об инсайдерской торговле и манипулировании рынком	31
4. Регулирование инсайдерской торговли в России в сравнении с другими рынками	32
5. Выводы	32
Источники.....	34

РОЛЬ БИРЖИ В УСТАНОВЛЕНИИ СТАНДАРТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Резюме

1. В первом десятилетии XXI века приток портфельных инвестиций на развивающиеся рынки существенно повысил роль международных рынков акционерного капитала как источника финансирования компаний по всему миру. Это, в свою очередь, способствовало развитию «акционерной культуры» на тех рынках, которые до этого были сфокусированы на роли финансово-промышленных групп как основных источников финансирования, и сделало региональные и глобальные биржи более влиятельными в формировании среды корпоративного управления на национальных рынках. Роль бирж в формировании и применении норм корпоративного управления широко варьируется и к тому же, быстро меняется на протяжении последних двух десятилетий.

2. Ввиду опасений, что растущая глобальная конкуренция между биржами может привести к состязательному снижению стандартов регулирования («гонка ко дну»), возможности и мотивация бирж ставились под вопрос различными регуляторными агентствами и учеными. Контраргумент, который часто озвучивают биржи, заключается в том, что ни одна биржа не выиграла от слабого регулирования корпоративного управления – и от недоверия со стороны инвесторов в целом. Некоторые эмпирические исследования и практические примеры, представленные в данном отчете, в целом поддерживают последнюю точку зрения (например, успех премиальных сегментов бразильской биржи BOVESPA).

3. В данном отчете содержится обзор отдельных стратегий и политик в отношении регулирования корпоративного управления, принятых различными биржами. Из данного сопоставления вытекают несколько потенциально релевантных наблюдений. Например, выбор структуры, которая обеспечивает функцию мониторинга / комплаенса, является важным аспектом, а механизмы, которые предусматривают достаточную автономию и ресурсы для регуляторного направления биржи, представляются наиболее действенными. Успешные примеры включали в себя создание отдельного юридического лица с отдельным бюджетом или передачу функции мониторинга саморегулируемой организации.

4. Помимо этого, инициативная роль биржи в установлении стандартов обычно оказывает благотворное влияние на финансовые рынки. Биржи проявляют все больше и больше активности и во многих случаях выступают в качестве движущей силы в сфере регулирования корпоративного управления. Однако это не означает, что биржи, могут добиться успеха, действуя в одиночку: участие международных портфельных инвесторов в разработке правил листинга или рекомендаций для эмитентов является очень важным. Именно эти заинтересованные лица владеют наиболее точным представлением о существующих рисках и пробелах в правовом регулировании.

5. Подходы к внедрению норм корпоративного управления имеют существенные различия в разных странах. Подход «соблюдай или объясняй» (comply or explain), который зародился в Великобритании и был принят во многих странах, сыграл положительную роль на некоторых рынках, однако он не зарекомендовал себя как универсально эффективный. Есть основания полагать, что страны, с традициями «твердого» правового регулирования в целом менее восприимчивы к данному подходу. Механизм добровольного присоединения, в виде включения в премиальные рыночные сегменты с повышенными требованиями к корпоративному управлению, представляет собой альтернативный инструмент внедрения, однако важно понимать, что его эффективность зависит от разумного выбора критериев листинга и стабильности обязательств

эмитентов. Иными словами, критерии листинга должны отражать основные риски корпоративного управления, а у эмитентов не должно быть возможности свободно покинуть выбранный уровень листинга (и отказаться от соответствующих обязательств).

6. В заключение, в данном отчете отмечается, что до настоящего времени российские биржи играли в целом менее активную роль в сфере регулирования корпоративного управления в международном сопоставлении, несмотря на существующие недостатки правового и ценнобумажного регулирования, и доминирующее мнение о том, что Россия представляет собой рынок с существенными рисками корпоративного управления. Несмотря на определенные подвижки в этой сфере, в настоящее время в России по-прежнему отсутствует премиальный сегмент, который эмитенты могли бы выбрать для того, чтобы достоверно заявить о приверженности высоким стандартам корпоративного управления. Многие компании используют для этого иностранные площадки. В то же время облегченная версия политики «соблюдай или объясняй» существует уже около десяти лет, но не принесла ощутимых результатов.

2. Роль бирж в национальной инфраструктуре корпоративного управления: обзор

Традиционная роль бирж в регулировании вопросов корпоративного управления

7. В США и Великобритании биржи стали играть важную роль в продвижении стандартов корпоративного управления еще с начала XX века (Coffee, 2001). И, тем не менее, дебаты о мотивации и способности бирж регулировать стандарты корпоративного управления не утихают и сегодня, что в основном обусловлено опасениями, что растущая глобальная конкуренция на финансовых рынках и распространение альтернативных торговых платформ может привести к состязательному снижению требований, регуляторной «гонки ко дну».

8. Некоторые государственные деятели и ученые высказали мнение о том, что принятие Закона Сарбейнса-Оксли в 2002 году подорвало конкурентоспособность американских бирж; в качестве доказательства этого тезиса нередко упоминается возросшая листинговая активность на Лондонской фондовой бирже.

9. По сути, в конкуренции между биржами нет ничего нового: например, Нью-Йоркская фондовая биржа выстояла в конкурентной борьбе, которая стерла свыше сотни региональных бирж на пороге XX века в США. Изначально находившаяся в тени Бостонской биржи по обороту акций, Нью-Йоркская фондовая биржа вышла на лидирующие позиции среди мировых фондовых бирж, в том числе благодаря тому, что заняла наиболее последовательную позицию в вопросах раскрытия информации и стандартов корпоративного управления. Видя в себе защитника инвесторов, Нью-Йоркская фондовая биржа с 1926 года отказалась размещать эмитентов неголосующих акций в рамках своего известного правила листинга «одна акция – один голос» (Coffee, 2001). Поразительно, что 75 лет спустя, бразильская BOVESPA смогла дать отпор Нью-Йоркской бирже используя ту же самую тактику: она предусмотрела принцип «одна акция – один голос» в правилах премиального листинга и также ввела ряд требований к корпоративному управлению, превышающих требования Нью-Йоркской биржи к раскрытию информации и корпоративному управлению иностранных эмитентов.

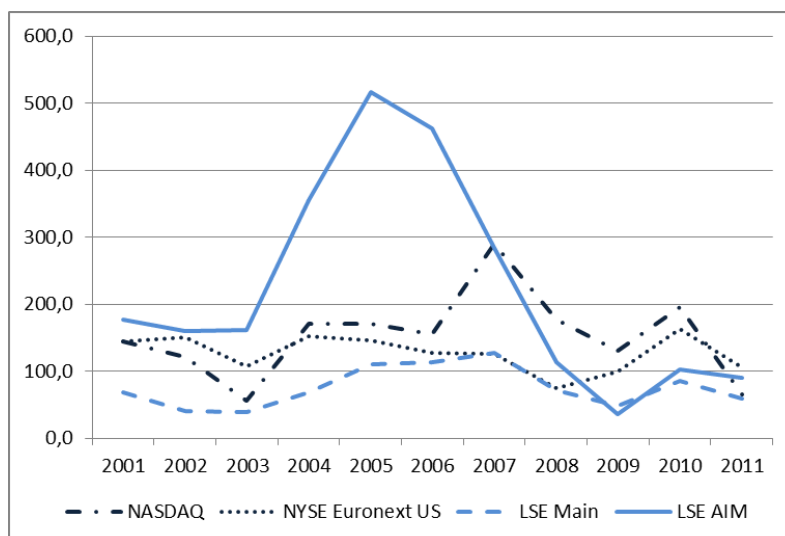
10. Разумеется, премиальные сегменты с высокими требованиями к корпоративному управлению не приводят к успеху автоматически. Так, например, несмотря на удачный старт, немецкая торговая площадка Neuer Markt итоге была поражена негативными экономическими тенденциями и рядом пробелов в правовом регулировании, которые находились вне контроля биржи (Coffee, 2002). Также существуют примеры коммерчески успешных нерегулируемых рынков, которые сделали акционерный капитал доступным для быстро растущих небольших фирм

(например, рынок AIM Лондонской биржи и варшавский сегмент «Нью Коннект»). Однако существует множество свидетельств того, что в долгосрочной перспективе, сильный режим регулирования выгоден для финансовых рынков: в течение последних двух десятилетий около 70% всех иностранных листингов произошли в США и Великобритании. В то время как на биржи США и Великобритании приходилось около 40% всех иностранных листингов в 1980-е годы, к 2006 году их доля выросла до 60% (Fernandes & Giannetti, 2009 г.).

11. В некоторых научных работах были проанализированы тенденции листингов в США и Великобритании до и после принятия Закона Сарбейнса-Оксли в США. Фернандес и Джаннетти (Fernandes & Giannetti 2009) пришли к выводу, что Закон Сарбейнса-Оксли никак не повлиял на привлекательность американского листинга с позиций среднего иностранного эмитента, хотя, возможно, его эффект был разным для мелких и крупных компаний. Аналогичным образом Дойдж, Кароли и Штульц (Doidge, Carolyi, & Stulz, 2009) показали, что рост листинговой активности на Лондонской фондовой бирже по сравнению с биржами США отражает исключительно рост нерегулируемого рынка AIM. По большей части, сегмент AIM привлек небольших эмитентов из того же региона, размер которых не предполагал выгод от листинга на американской бирже.

12. США до настоящего времени противились созданию нерегулируемых сегментов, и потенциальные последствия таких рынков для финансовой системы являются сегодня предметом жаркого спора. В сентябре 2011 года Президент США Барак Обама в своем послании Конгрессу призвал поднять верхнюю границу мини-размещений, в отношении которых предусмотрены исключения из правил о раскрытии информации и борьбе с мошенничеством, с 5 миллионов до 50 миллионов долларов США. Данная инициатива, в настоящее время находящаяся на рассмотрении Конгресса, вызвала критику со стороны ряда известных ученых и политиков, которые высказали свои опасения в отношении того, что эта инициатива может поставить неискушенных инвесторов под удар корпоративного мошенничества и в целом оказать отрицательное воздействие на финансовые рынки.

График 1. Новые листинги в США и Великобритании, 2001-2011 гг.

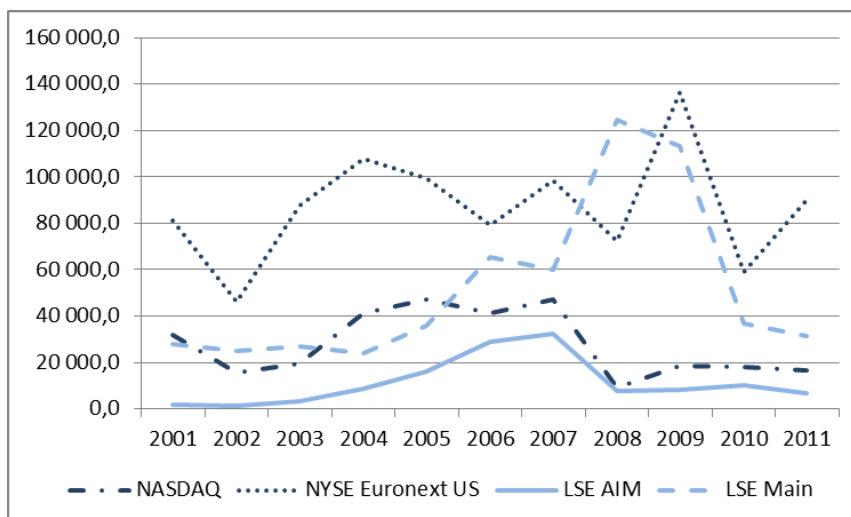


Источники: Всемирная федерация бирж, статистические данные NASDAQ по IPO и SPO в США, статистические данные Лондонской фондовой биржи.

13. Графики 1 и 2 иллюстрируют динамику новых листингов и капитала, привлеченного при проведении IPO/SPO на американских площадках группы NYSE/Euronext, в системе автоматической котировки Национальной ассоциации биржевых дилеров NASDAQ, а также в

сегменте AIM и основного рынка Лондонской фондовой биржи. Эти графики охватывают период с 2001 г. по 2011 г. и содержат данные за пять-шесть лет, которые не были включены в вышеуказанные исследования. В соответствии с выводами этих исследований, на графике отображен всплеск листингов в сегменте AIM в 2004-2007 годах. Однако не похоже, чтобы в течение 10 лет действия Закона Сарбейнса-Оксли динамика листингов в США пострадала в сравнении с основной площадкой Лондонской фондовой биржи.

График 2. Капитал, привлеченный при проведении IPO и SPO в США и Великобритании, 2001-2011 гг.
Цифры указаны в миллионах долларов США.



Источники: Всемирная федерация бирж, статистические данные NASDAQ по IPO и SPO в США, статистические данные Лондонской фондовой биржи.

14. На втором графике показан резкий всплеск в объеме капитала, привлеченного на Лондонской фондовой бирже в период 2006-2009 гг., за которым последовало резкое падение в 2010 году. Детальное изучение причин этого всплеска находятся за рамками настоящего отчета, однако, хотелось бы отметить, что данный всплеск, произошедший через пять лет после принятия Закона Сарбейнса-Оксли и сопровождавшийся последующим выравниванием кривой, вряд ли является отражением ужесточившегося законодательства США. Представляется, что экономические процессы в близлежащих часовых поясах (например, спорадическая активность крупных российских эмитентов), дают более интуитивное объяснение

15. Подводя итоги, можно предположить, что слабое регулирование корпоративного управления не способствовало развитию финансовых рынков в прошлом. Нерегулируемые сегменты в целом воспринимаются неоднозначно, однако отметим, что успеха такие площадки добились в тех юрисдикциях, где они стали дополнением и альтернативой сильным традиционным рынкам. В развивающемся мире, наиболее эффективные стратегии развития региональных финансовых рынков опирались на обеспечение защиты интересов инвестора на уровне не уступающем, и зачастую, превышающем эффективность механизмов защиты в глобальных финансовых центрах. Это убедительно демонстрируют примеры нескольких латиноамериканских рынков.

Формы и практика участия бирж в регулировании вопросов корпоративного управления

16. Проведенное ранее ОЭСР исследование (Amico & Christiansen, 2009), упомянутое в Блоке 1 ниже, представляет собой обзор конкретных форм и ролей, которые играют биржи в развитии, формулировании и надзоре за соблюдением требований в отношении корпоративного управления.

Блок 1. Предыдущая работа ОЭСР по вопросу

В прошлом регуляторная функция бирж была в основном ограничена и сводилась к принятию правил и разъяснению аспектов действующего регулирования. Роль бирж по установлению стандартов в значительной степени реализовывалась через формирование правил листинга, раскрытия информации, текущих обязательств и правил делистинга. В отношении применения норм, биржи делили свою регуляторную функцию с ведомствами по надзору в сфере рынка ценных бумаг. В дополнение к надзору за соблюдением своих собственных правил биржи выполняли роль по мониторингу за соблюдением законодательства и подзаконных актов в сфере ценных бумаг. После вступления в силу Принципов корпоративного управления ОЭСР биржи стали зачастую расширять свою регуляторную роль, охватывая более широкий набор вопросов корпоративного управления. Они сделали вклад в разработку рекомендаций по корпоративному управлению и способствовали их применению в отношении публичных компаний. [...]

Традиция саморегулирования в Северной Америке ...

В Северной Америке определенные регуляторные функции бирж были делегированы или переданы по контракту третьим лицам – негосударственным регуляторам (Регуляторный орган финансовой отрасли (FINRA) в США и Регуляторная организация инвестиционной отрасли (IIROC) в Канаде), в то время как остальные, особенно касающиеся сферы листинга, остались за биржами. В Европе в большинстве случаев именно регуляторы рынка ценных бумаг, а не биржи, отвечают за регулирование деятельности эмитентов согласно национальному законодательству, а во многих случаях и законодательству ЕС. Например, в Польше компания должна подавать проект проспекта эмиссии в Польское Агентство финансового надзора, которое уполномочено одобрить его (или отказать в одобрении) даже до того, как компания подаст заявление в Правление ВФБ о допуске своих акций на Варшавскую фондовую биржу.

Во многих других странах-членах ОЭСР ответственность за листинг компании поделена между биржей и регулятором рынка ценных бумаг. Во Франции, например, Совет Директоров бирже Евронекст Париж (Euronext Paris) принимает решение о допуске финансовых инструментов на свой рынок, консультируясь с Агентством по финансовым рынкам до начала листинга. Аналогичным образом обстоят дела в Австралии, где ответственность за соблюдение публичными компаниями правил листинга поделена между Австралийской биржей ценных бумаг и Комиссией Австралии по ценным бумагам и инвестициям (ASIC). В странах, где саморегулирование распространено в более значительной степени, существует тенденция по передаче полномочий по листингу биржам. Например, в США, решение о листинге акций отдельного эмитента принимается биржей. В дополнение к этому эмитент обязан соблюдать требования Комиссии США по ценным бумагам и биржам, которые применяются к публичным компаниям.

Мониторинг обычно является совместной ответственностью

Мониторинг за соблюдением требований к раскрытию информации также обычно не является исключительной компетенцией бирж. Учитывая, что, по меньшей мере, некоторые аспекты раскрытия информации основаны не на правилах биржи, а на требованиях законодательства или правилах регуляторного органа (например, в сфере корпоративных поглощений или стандартах ведения бухгалтерского учета), биржи могут играть незначительную роль в контроле за соблюдением требований. В большинстве случаев усиление роли бирж в функции обеспечения соблюдения требований обуславливается их способностью осуществлять мониторинг за развитием рынка и доведении определенных вопросов до внимания регуляторов рынка ценных бумаг. Поэтому очевидно, что биржи могут делать важный вклад в предотвращение мошенничества и иной недобросовестной практики. Биржи обычно обязуются сообщать о нарушениях целостности рынка или правил о раскрытии информации посредством подписания меморандумов о взаимопонимании с регуляторами рынка или в соответствии с аналогичными предусмотренными в законодательстве или регуляторными обязанностями.

[...] В целях обеспечения регуляторной роли бирж был реализован ряд мер, направленных на обеспечение того, чтобы регулирование деятельности бирж учитывало соответствующие стимулы и систему "сдержек и противовесов". Ключевым механизмом, который был введен несколькими биржами, являлось разделение функций биржи по извлечению прибыли и регуляторных функций. Например, в связи с акционированием и листингом Нью-Йоркской фондовой биржи NYSE Regulation – некоммерческое дочернее предприятие Нью-Йоркской фондовой биржи – стало отвечать за надзор за рынком и обеспечение соблюдения правил, которые касаются торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже, через договор о регуляторных услугах, осуществляя надзор за регулированием Арка (Arca) Нью-Йоркской фондовой биржи. Биржи OMX Nordic Exchanges также создали отдельную структуру (хотя и не в виде независимого юридического лица), отвечающую за вопросы

мониторинга в отношении листинга собственных акций и изучения рынка. Отношения по отчетности видоизменились и в них нашло отражение этих новых структур. В начале 2009 года Группа Сикс (Group Six) – в которую входит Швейцарская фондовая биржа «СИКС» (SIX) - отделила регуляторные функции от операционной деятельности. Утверждение правил будет являться задачей для Регуляторного совета, в то время как обеспечение их исполнения будет осуществляться Отделом по вопросам регулирования Швейцарской фондовой биржи «СИКС» (новая структура, которая будет заниматься вопросами правил эмитентов и осуществлять надзор за торговлей ценными бумагами).

Акционирование бирж вызывает опасения в отношении их способностей к саморегулированию

В научной литературе поднимались вопросы относительно эффективности таких планов, при этом указывалось на то, что «регуляторная власть» биржи может финансироваться из бюджета структуры, получающей прибыль. Если бюджет регуляторной власти является одновременно независимым и существенным, то количество случаев, которое она может расследовать, может быть недостаточным (Браун, 2008). Поэтому при общественных обсуждениях неоднократно подчеркивалась важность дальнейшего обособления регуляторных организаций, являющихся частью группы бирж. Такие организации как Регуляторный орган финансовой отрасли (FINRA), который осуществляет регулирование рынка по контракту, заключенному с рядом крупных американских бирж, были выделены как организации, имеющие передовую практику в этом отношении. Обособление регуляторной функции от биржи посредством отделения или полной передачи на аутсорсинг наряду с тем фактом, что данные регуляторные полномочия ограничены действующим законодательством / положениями (а в некоторых случаях подлежат одобрению со стороны иных регуляторных органов), разъясняет регуляторную функцию бирж.

Кодексы корпоративного управления и рекомендации для публичных компаний

После принятия Кодекса Кэдбери в Великобритании в 1992 году национальные кодексы корпоративного управления получили свое распространение. [...] Как упоминалось ранее, хотя биржи и не занимали ведущую роль в процессе, в некоторых случаях вместе с регуляторами фондового рынка и организациями инвесторов они вскоре заняли ключевое место в процессе разработки кодексов и рекомендаций по вопросам корпоративного управления.

Например, Совет Австралии по корпоративному управлению, который разработал национальные рекомендации по вопросам корпоративного управления, был создан и находился под председательством Австралийской фондовой биржи. Аналогичным образом датские рекомендации по вопросам корпоративного управления были разработаны Комитетом по корпоративному управлению Копенгагенской фондовой биржи (теперь часть NASDAQ OMX). Биржа Евронекст (Euronext) принимала участие в работе Липпенской комиссии, которая подготовила Кодекса корпоративного управления Бельгии. Наблюдаются похожие инициативы со стороны других бирж – в прошлом году биржа Евронекст Лиссабон (Euronext Lisbon) участвовала в работе Института корпоративного управления Португалии, который разработал проект кодекса, который находится в настоящее время на рассмотрении. [...]

Источник: Алисса Амико и Ханс Кристиансен, Роль бирж в корпоративном управлении, Тенденции финансовых рынков, том 1., 2009 г., ОЭСР.

3. «Мягкое» правовое регулирование: подход «соблюдай или объясняй» в регулировании вопросов корпоративного управления

Распространение Кодексов корпоративного управления и регулирование на основе принципа «соблюдай или объясняй»

17. Регуляторы и биржи использовали различные подходы в отношении применения кодексов корпоративного управления. «Мягкий» стиль регулирования в формате «соблюдай или объясняй» в отношении корпоративного управления впервые начал использоваться в Великобритании с включением 11 положений Кодекса Кэдбери в листинговые требования. Идеология подхода «соблюдай или объясняй» заключается в том, что нельзя все компании привести под общий знаменатель, и что эмитентам нужна определенная гибкость, чтобы следовать духу Кодекса, а не его конкретным рекомендациям, но при этом необходимо убедительно объяснять отклонения.

Несоблюдение указанных требований в Великобритании не влечет каких-либо регуляторных санкций или последствий для листинга; подход «соблюдай или объясняй» отдает вопросы администрирования норм кодекса на откуп акционерам, которые делают это с помощью рыночных механизмов, таких как ценообразование и голосование на общих собраниях. Данный подход существенно отличается от подхода «твердого права», который впоследствии начал использоваться в США, наиболее известным элементом которого является Закона Сарбейнса-Оксли 2002 года.

18. Подход «соблюдай или объясняй» имеет долгую историю в Великобритании (с 1994 года), и эффективность применения этой политики была проанализирована в рамках нескольких исследовательских проектов. Арко, Бруно и Фор-Гримо (Arcot, Bruno, & Faure-Grimault, 2009) и Консультанты по исследованию пенсий и инвестиций (Pensions and Investments Research Consultants, PIRC, 2007 г.) пришли к выводу, например, что политика «мягкого регулирования» в целом доказала свою эффективность в продвижении практики сильного корпоративного управления в Великобритании. Доля нефинансовых компаний, входящих в индекс FTSE350, соблюдающих каждое из восьми установленных требований, включенных в исследование (Арко и др., 2009 г.), выросла с 10% до 56% в период с 1998 года по 2004 год. Лишь 14% компаний не соблюдали два или более требования, менее 5% нарушали три требования и более. В обзоре PIRC были охвачены все 11 рекомендаций, при этом выяснилось, что 33% компаний, входящих в индекс FTSE350, полностью соблюдали все требования в 2006 году. В данном отчете также отмечался постепенный рост соответствия требованиям Кодекса.

19. Однако эти и другие авторы высказали ряд опасений. Во-первых, в отсутствие формальных процедур верификации, самостоятельно заявленная информация о степени соблюдения установленных требований может быть не полностью достоверной. Во-вторых, лишь некоторые объяснения относительно отклонений от рекомендаций Кодекса являются содержательными, и большинство компаний использует типовые формулы, которые не изменяются из года в год. В-третьих, механизмы рыночной дисциплины на практике далеки от идеала: часто акционеры начинают принимать меры только тогда, когда появляются неудовлетворительные финансовые результаты.

20. Например, британская компания «ВМ Моррисон» (WM Morrison) не соблюдала большинство рекомендаций Кодекса на протяжении нескольких лет и не представляла содержательных объяснений. Это не оказывало какого-либо заметного влияния на котировки ее акций и не привело к изменениям в Совете директоров до тех пор, пока она в 2004 году не начала выпускать предупреждения о снижении прибыли. Только после этого акционеры вышли с инициативой избрания независимых директоров (PIRC, 2007 год).

21. Также следует отметить, что законодательство Великобритании больше не может рассматриваться в качестве «чистого примера» концепции «соблюдай или объясняй». Режим листинга был изменен в 2008 году, когда «Стандартный» и «Премиальный» сегменты листинга пришли на смену менее четко разграниченным «Первичному» и «Вторичному» рынкам. Новый «Стандартный» листинг по сути привязан к нормам законодательства Европейского Союза о ценных бумагах и не предусматривает обязательство «соблюдай или объясняй», а «Премиальный» сегмент представляет ряд дополнительных «сверх-равнозначных» (super-equivalent) «твердых» требований в дополнение к тем, на которые распространяется правило «соблюдай или объясняй». В этом отношении Великобритания пришла к смешанному регуляторному режиму, который представляет собой комбинацию правила «соблюдай или объясняй» и режима добровольного присоединения.

22. Ряд стран последовали примеру США и Великобритании и приняли национальные кодексы корпоративного управления. Согласно Агилера и Куэрво-Каццура (Aguilera & Cuervo-Cazzura,

2009:376) к середине 2008 года в 64 странах было принято 196 кодексов корпоративного управления. В большинстве из них использовался подход «мягкого регулирования» как и в Великобритании, хотя многие страны внесли определенные изменения в его функционал. Раздел отчета, подготовленного Амико и Кристиансеном (Amico & Christiansen, 2009 год), воспроизведенный в тексте ниже, представляет собой обзор различных подходов к правилу «соблюдай или объясняй».

Блок 2. Правило «соблюдай или объясняй» в предыдущих исследованиях ОЭСР

В странах Европейского союза толчком к принятию правила «соблюдай или объясняй» послужило принятие Директивы 46 (2006), которая была интегрирована в национальные регуляторные структуры государств-членов. На рынках, где действовало правило «соблюдай или объясни», основная роль бирж заключалась в обеспечении того, чтобы раскрытие информации компанией было содержательным и не сводилось к формальным отпискам.

Подход «соблюдай или объясняй» допускает ряд преобразований в плане уровня раскрытия информации и обеспечения соблюдения установленных требований. Например, публичная компания может быть обязана раскрыть информацию о том, соблюдает ли она отдельные рекомендации кодекса или просто кодекс в целом. В отношении обеспечения исполнения установленных требований, возможности бирж или иных регуляторов предъявлять претензии к компаниям, которые не обеспечивают надлежащий уровень раскрытия информации, также варьируются. В большинстве случаев кодексы «соблюдай или объясняй» подпадают под определенную форму регуляторного обеспечения исполнения установленных требований, но они также могут подпадать под обеспечение исполнения установленных требований в основном со стороны акционеров (например, в Голландии), или вопрос обеспечения исполнения установленных требований может быть в той или иной степени отдан на откуп рыночным силам (как, например, во Франции). В большинстве случаев биржи в определенной степени участвуют в мониторинге за процессом обеспечения исполнения установленных требований – хотя, опять же, их способности по осуществлению принудительных действий могут отличаться в зависимости от правовой основы кодекса и структуры национального регулирования в сфере рынка ценных бумаг.

Очевидно, что наиболее прямые полномочия бирж по обеспечению исполнения установленных требований касаются тех стандартов, которые также инкорпорированы в требования к листингу. Например, в Австралийской модели только те рекомендации Кодекса, которые являются частью правил о листинге, подпадают под регулярный надзор и принудительные действия со стороны Австралийской фондовой биржи, в то время как иные рекомендации должны соблюдаться на основе правила «соблюдай или объясни». Нью-Йоркская фондовая биржа также может обеспечить соблюдения своих листинговых стандартов корпоративного управления посредством направления предупреждения или осуществления делистинга, поскольку Стандарты, будучи одобренными Комиссией США по ценным бумагам и биржам, являются обязательными для публичных компаний. Аналогичным образом Швейцарская фондовая биржа «СИКС» (SIX) может налагать различные санкции, когда не соблюдаются требования к листингу и положения о его поддержании (включая те, которые касаются вопросов корпоративного управления). Биржа Евронекст Париж (Euronext Paris) не обладает такими же полномочиями по осуществлению принудительных действий, учитывая, что соответствующие рекомендации по корпоративному управлению не являются частью ее правил о листинге и не имеют правового статуса.

Поскольку большинство рекомендаций по корпоративному управлению остается в форме контрактных «мягких» правил, меры наказания, которые могут быть утверждены биржами за нарушения требований к корпоративному управлению, в большинстве случаев ограничены. В случаях существенных и продолжающихся нарушений стандартным ответом биржи будет предложение передать вопрос соответствующему регулятору рынка ценных бумаг. В краткосрочной перспективе у бирж в большинстве случаев будет опция раскрыть информацию о любом обязательстве компании следовать передовой практике в сфере корпоративного управления. В результате чего оценка ситуации инвесторами может отразиться на механизме ценообразования.

Источник: Алисса Амико и Ханс Кристиансен, Роль бирж в корпоративном управлении, Тенденции финансовых рынков, том 1., 2009 г., ОЭСР.

23. Мы хотели бы отметить, однако, что подход «соблюдай или объясняй» вызвал больше противоречий на некоторых других рынках в сравнении с его первым применением в Великобритании, и этому есть ряд институциональных и культурных объяснений. В Италии, например, исследовательская команда из Комиссии Италии по компаниям и биржам (CONSOB), регулятора рынка ценных бумаг, опубликовала результаты исследования, в рамках которого были проанализированы сделки с заинтересованностью в 256 компаниях, акции которых котировались на рынке МТА Миланской биржи в 2007 году (Bianchi, Ciavarella, Novembre, & Signoretti, 2011). Они пришли к выводу, что в то время как 86% компаний заявляли о том, что они соблюдают рекомендованные процедуры согласно национальному «Кодексу самодисциплины», реальный показатель был около 33%. Также выяснилось, что компании с активными миноритарными инвесторами и внешними директорами имели большую склонность к соблюдению рекомендованных процедур по сути.

24. В то время как некоторые исследователи отмечали улучшения в практике корпоративного управления немецких компаний после принятия Кодекса Кромме в 2002 году и введения нормы «соблюдай или объясняй» (например, Werder, Talaulicar, & Kolat, 2005), другие выражали скепсис по этому поводу. Сейдл, Сандерсон и Робертс (Seidl, Sanderson, & Roberts, 2009) сравнили степень соблюдения рекомендаций кодексов в Великобритании и Германии и выяснили, что согласно отчетам за 2006 год менее 15% из 130 крупнейших немецких публичных компаний полностью соблюдали положения Кодекса Кромме. В то же время, в Великобритании более 50% ведущих 130 компаний заявляли о полном соответствии рекомендациям кодекса (Combined code). Более того, попытки немецкого регулятора поддержать соблюдение отдельных положений посредством включения специальных отметок в котировальные отчеты биржи (по аналогии с итальянским обозначением STAR), были признаны неэффективными, и в обоих случаях их пришлось заменить «твердым регулированием» (Wymeersch, 2006). В частности, так произошло с правилами об инсайдерской торговле и положениями о поглощениях. Рекомендации по раскрытию сумм вознаграждения, выплачиваемых руководителям, постигла та же судьба: результатом изначального подхода «соблюдай или объясняй» стала очень низкая степень раскрытия информации, что вызвало необходимость введения «твердой» нормы законодательства в 2006 г. Новое положение требует, чтобы публичные компании раскрывали суммы вознаграждения, выплачиваемые руководителям, если только 75% акционеров не проголосуют за отказ от такого обязательства. Возможно, что в такой стране, как Германия, компаниям привычно «твердое» регулирование, что делает их менее восприимчивыми к «мягкому» регулированию в рамках подхода «соблюдай или объясняй» (Seidl et al., 2009).

25. В случае с Турцией политика «мягкого регулирования» показала весьма скромные результаты в отношении повышения стандартов корпоративного управления, несмотря на введение рыночных стимулов, призванных способствовать соблюдению установленных требований. Этот пример описан более подробно ниже.

Пример Стамбульской фондовой биржи

26. Турция предпринимала активные усилия по развитию финансовых рынков с начала века, сразу после банковского кризиса в 2000 году. Совет по рынку ценных бумаг Турции (СМВТ) одобрил Принципы корпоративного управления в 2003 году, которые были основаны на Принципах ОЭСР и были разработаны совместно со специалистами Стамбульской фондовой биржи (ОЭСР, 2006) и ведущими учеными. Совет по рынку ценных бумаг Турции одобрил «мягкое регулирование» в качестве используемого подхода; требование «соблюдай или объясняй» было введено в 2005 году. Введение в 2007 году Индекса корпоративного управления на Стамбульской фондовой бирже, в который включались компании, соблюдающие основные элементы Принципов согласно независимым рейтингам, было призвано стать стимулом для эмитентов. Данная мера по

духу напоминает практику присвоения обозначения STAR итальянским компаниям, которые соблюдали установленные требования, и (уже прекратившим свое существование) отметкам о соблюдении определенным требований для немецких компаний.

27. Кодекс Совета по рынку ценных бумаг Турции состоит из 26 базовых принципов, большинство из которых сопровождаются детальными рекомендациями, общее число которых превышает 100. За небольшим количеством исключений, данные рекомендации подпали под требование «соблюдай или объясняй», что привело к появлению довольно сложных и объемных отчетов о соответствии Принципам.

28. Среди прочих рекомендаций, Принципы призвали «устранить» несправедливые привилегии по номинированию кандидатов и голосованию, рекомендовали использовать кумулятивное при избрании советов директоров, обеспечить прозрачность конечной структуры собственности и структуры группы, устанавливали требование о том, чтобы одна треть членов совета директоров, но не менее двух членов, были независимыми, и предусматривали формирование независимых комитетов по номинациям/корпоративному управлению и по аудиту. Также был предусмотрен ряд требований о раскрытии информации в отношении осуществления торговли акциями эмитента менеджерами, директорами и акционерами, владеющими более чем 5% акций.

29. Принципы охватывают очень широкий круг вопросов корпоративного управления, но при этом они не определяют четкие приоритеты в отношении усовершенствования корпоративного управления. Обилие рекомендаций привело к отсутствию фокуса на приоритетных вопросах; в результате многие турецкие компании смогли добиться высоких рейтингов по соблюдению Принципов, не предпринимая при этом серьезных шагов по изменению своих структур или философии корпоративного управления; многие получили высокие рейтинги в отсутствие содержательной системы сдержек и противовесов или защиты миноритарных акционеров. Несмотря на однозначную рекомендацию по данному вопросу, ни одна турецкая компания не ввела систему кумулятивного голосования, лишь в 16% публичных компаний были независимые директора (в большинстве случаев – один или два), и по состоянию на 2008 год ни одна из компаний не обеспечила рекомендованную квоту в одну треть независимых директоров (Ararat, 2011).

30. Многие семьи, контролировавшие бизнес, продолжили владеть акциями с особыми привилегиями по номинации выдвижению кандидатов, что делало работу комитетов по номинациям бессмысленной (советы директоров и их комитеты не обладали полномочиями по выдвижению кандидатов). В то же время существование таких комитетов повышало рейтинги турецких компаний по соответствию Принципам корпоративного управления. Многие крупные акционеры сохранили возможность контролировать процесс принятия решений посредством «назначенных» (designated) директоров. Хотя эти директора не обладали формальными исполнительными функциями и периодически рассматривались в качестве неисполнительных директоров для целей соблюдения установленных требований, в большинстве случаев «назначенные» директора являлись фактическими руководителями компаний (Ararat, 2011).

31. Компания «Тюрктелеком» (Turktelecom), например, на своем веб-сайте приводит информацию о присвоении ей рейтинга соответствия Принципам на уровне «8.27», присвоенного в 2010 году аккредитованным национальным рейтинговым агентством SAHA (SAHA). Присвоенный рейтинг с запасом превышает пороговое значение «7», необходимое для включения компании в Индекс корпоративного управления. В то же время, отчет компании о соблюдении установленных требований указывает на то, что на момент присвоения рейтинга у нее не было ни одного независимого директора, и что она не считает нужным назначать независимых директоров «в

обычных обстоятельствах». В компании также не использовались процедуры кумулятивного голосования, поскольку компания посчитала их «непрактичными».

32. Неудивительно, что, несмотря на требование о проведении внешней оценки отчетов о соблюдении установленных требований, подход «соблюдай или объясняй» в Турции не оказал существенного влияния на состав советов директоров, как это произошло, например, в Великобритании. Очевидно, что внедряя глобальные принципы ОЭСР, Принципы корпоративного управления Совета по рынку ценных бумаг Турции и методология Индекса в недостаточной степени отразили особенности турецкого законодательства и как следствие не смогли акцентировать те аспекты корпоративного управления, которые представляли наибольшие риски для компаний и инвесторов.

33. В конечном итоге Индекс корпоративного управления не смог стать инвестиционным инструментом, а его критерии подверглись критике за беспомощность в выявлении перспективных для инвестиций компаний – или в снижении рисков грубых нарушений прав миноритарных инвесторов (Aragat, 2011). 30 декабря 2011 года Индекс корпоративного управления закрылся на уровне около 1,4% ниже своего значения при запуске 31 августа 2008 года, показав результаты ниже XU100, основного индекса Стамбульской фондовой биржи, который вырос на 3,8% за тот же период.

4. Иные инициативы фондовых бирж: режимы добровольного присоединения и гибридного регулирования

34. Альтернативы подходу «соблюдай или объясняй» включают принцип добровольного присоединения, который позволяет эмитентам самостоятельно выбирать сегмент биржи с определенным объемом требований к корпоративному управлению. Преимуществом данного подхода является четкая стратификация эмитентов в отношении стандартов корпоративного управления: уровень листинга гораздо более очевидный признак, чем содержание отчета о соблюдении рекомендаций; его значительно легче учитывать при принятии инвестиционных решений. Данный подход также содержит встроенный рычаг по обеспечению соответствия критериям, в виде возможности понижения уровня листинга. В то же время этот принцип позволяет биржам соответствовать потребностям самых разных инвесторов и эмитентов.

35. Раздел отчета ОЭСР, который приведен ниже, представляет собой обзор того, как сегменты с «высокими стандартами корпоративного управления» и «альтернативные сегменты» были внедрены на нескольких биржах. Пример премиальных сегментов биржи BOVESPA (Сан-Паулу, Бразилия), возможно, является наиболее примечательным среди бирж развивающихся рынков. Опыт этой биржи описан в следующем разделе настоящего отчета.

Блок 3. Сегменты листинга, ориентированные на корпоративное управление, в предыдущих исследованиях ОЭСР

Делая вклад в создание структуры корпоративного управления публичных компаний, биржи активно предлагали компаниям, акции которых уже котировались на биржах, различные стимулирующие меры по принятию на себя более высоких стандартов раскрытия информации. Возможно, наиболее известным проявлением данного подхода является создание сегмента Ново Меркадо (Novo Mercado) на Бразильской фондовой бирже. Данный подход предусматривает эффективное стимулирование для компаний, акции которых уже котируются на биржах, мотивацией по улучшению корпоративного управления для которых служит перспектива включения акций в соответствующий индекс.

В дополнение к созданию премиальных сегментов корпоративного управления, биржи также стремились создавать особые режимы корпоративного управления с помощью систем стандартов, нацеленных на

отдельные уровни или сегменты, чтобы удовлетворять потребности в капитале со стороны самых различных публичных компаний. Например, Лондонская фондовая биржа дифференцировала применение Комбинированного кодекса таким образом, что компании, акции которых котируются на альтернативном инвестиционном рынке, не подпадают под его действие и под действие Правил листинга Агентства финансовых услуг, в то время как компании Основного рынка должны соблюдать кодекс на основании принципа «соблюдай или объясняй». И наоборот, компании, акции которых котируются на AIM, должны соблюдать менее строгие требования в отношении корпоративного управления, которые нацелены на базовые элементы вопросы защиты прав акционеров (т.е. одобрение акционерами крупных сделок).

С другой стороны, некоторые трактовали данный подход как ослабление стандартов корпоративного управления на более низких уровнях или на рынке в целом. Например, компании, акции которых котируются на площадке Alternext, не подпадают под действие кодексов корпоративного управления, применяемых в четырех юрисдикциях, охватываемых основным рынком биржи Euronext. С другой стороны, поскольку данные новые сегменты по большей части не конкурируют на равных со старыми биржами за одни и те же листинги, такой подход может в равной степени рассматриваться как адаптация требований в сфере корпоративного управления в целях соответствия размеру и типу будущих эмитентов. Фактически посредством многочисленных уровней листинга биржи смогли улучшить корпоративное управление и прозрачность мелких и средних эмитентов, которые в отсутствие такого преференциального режима, наверное, не вышли бы на листинг.

На многоуровневых рынках операторы бирж также поддержали переход компаний из менее урегулированных секций для небольших компаний на их основные рынки, и в ряде случаев они оказывали содействие компаниям, которые принимали требуемые более строгие стандарты корпоративного управления. Например, Фондовая биржа Торонто (TSX) оказывает содействие при переходе компаний со своей площадки Venture Exchange на свой основной рынок, на котором действуют более строгие стандарты корпоративного управления. Фондовая биржа Торонто также предусматривает ряд стимулов для компаний, желающих осуществить такой переход, как, например, освобождение от уплаты пошлин за рассмотрение заявления на листинг или снижение требований к документации.

Меры по повышению осведомленности также сыграли свою роль

В дополнение к тому, что биржи играют ведущую роль при разработке кодексов корпоративного управления и соответствующих рекомендаций, некоторые биржи принимали активное участие в проведении мероприятий, направленных на повышение осведомленности относительно ценности качественного корпоративного управления. Например, в 2008 году Варшавская фондовая биржа приняла решение создать группу образовательных партнеров со всей страны, чтобы организовать совместные обучающие сессии и иные образовательные проекты в целях повышения осведомленности о передовой практике корпоративного управления и недавно принятом Кодексе передовой практики для компаний, акции которых котируются на Варшавской фондовой бирже.

Наконец, альянсы бирж и расширяющаяся совместная работа помогают совершенствовать стандарты корпоративного управления на глобальном уровне. С помощью альянсов бирж и инициатив по продвижению двойных листингов биржи также помогают распространять качественные стандарты корпоративного управления в глобальном масштабе. Например, группа NASDAQ OMX активно консультировала биржи в странах Восточной Европы и Ближнего Востока по вопросам усовершенствования прозрачности и улучшения раскрытия информации на своих локальных рынках посредством обмена опытом в этой сфере. Хотя спорным остается вопрос относительно того, приведут ли данные инициативы к регуляторной гармонизации, тем не менее, очевидно, что они приведут к потенциальному улучшению стандартов корпоративного управления в странах с переходной экономикой.

Источник: Алисса Амико и Ханс Кристиансен, Роль бирж в корпоративном управлении, Тенденции финансовых рынков, том 1., 2009 г., ОЭСР.

Премиальные сегменты Фондовой биржи Сан-Паулу / BOVESPA

36. BM&FBOVESPA, расположенная в Сан-Паулу (Бразилия) крупнейшая биржа в Латинской Америке, в последние годы снискала множество восторженных комментариев за свой новаторский подход к интегрированию стандартов корпоративного управления в листинговые требования.

37. Признавая тот факт, что недостатки корпоративного управления являются серьезной проблемой во многих бразильских компаниях, в 2000 году BOVESPA запустила свой известный сегмент Novo Mercado, а также два промежуточных сегмента, Nivel («уровень») 1 и Nivel 2 и специальную секцию внебиржевого рынка, BOVESPA MAIS. Данные сегменты составили систему добровольного присоединения для тех эмитентов, которые хотели четко обозначить свою приверженность стандартам корпоративного управления, превышающим регуляторные требования к публичным компаниям (Borodina & Shvyrkov, 2010).

38. Эта структура была частной инициативой биржи и выходила за пределы действовавших тогда правовых и регуляторных требований. Важно отметить, что нормы, включенные в правила листинга, были разработаны совместно с международными портфельными инвесторами и отражали те аспекты корпоративного управления, которые представляли собой первоочередную важность для миноритарных акционеров бразильских компаний. В числе прочих, их беспокоила проблема преобладания неголосующих привилегированных акций с переменным дивидендом в публичном обращении и вызванная им диспропорция между объемом прав у семей основателей компании (им, как правило, принадлежали обыкновенные акции), и миноритарных инвесторов, которым, в основном принадлежали привилегированные акции.

39. Норма об обязательном предложении (при смене контроля), отмененная в 90-х годах в рамках спорной попытки облегчить процесс приватизации, была вновь введена в бразильское законодательство о компаниях в 2002 году. Однако будучи восстановленной, эта норма не распространилась на привилегированные акции, что не позволяло владельцам привилегированных акций рассчитывать на участие в премии за контроль. Более того, разрыв между объемом прав контролирующих акционеров и миноритарных акционеров существенно усугублялся пресловутой медлительностью судебной системы, превращавшей защиту интересов миноритарных акционеров в практически невыполнимую задачу.

40. В совокупности данные факторы привели к тому, что в Бразилии на рубеже XXI века финансовые рынки были очень скромными, обладали низкой ликвидностью, небольшими объемами торгов и фактически отсутствовавшими публичными размещениями.

41. Сегмент Novo Mercado предложил решение этих проблем, введя требование о том, чтобы у эмитентов были акции только одного типа; на промежуточном сегменте Nivel 2 наличие привилегированных акций разрешалось, однако было введено требование о том чтобы на них распространялось требование об обязательном предложении (не ниже 80% от цены, предложенной за одну обыкновенную акцию) а также, чтобы владельцы привилегированных акций имели право голоса при одобрении важных корпоративных решений (в отношении слияния, выделения или преобразования общества), а также сделок с компаниями, аффилированными с контролирующим акционером. В целях повышения прозрачности, BOVESPA ввела требование о том, чтобы в регуляторные ежеквартальные отчеты эмитента включалась консолидированная финансовая отчетность с обзором аудитора. Также в сегментах Nivel 2 и Novo Mercado было введено требование о предоставлении годовой финансовой отчетности по МСФО или US GAAP (см. таблицу 1). На регуляторном уровне отчетность по МСФО стала обязательной для публичных компаний в Бразилии только в 2011 году.

Таблица 1. Премияльные сегменты листинга Фондовой биржи BOVESPA (Сан-Паулу)

Novo Mercado	Nivel 2	Nivel 1
Только обыкновенные акции	Допускается наличие привилегированных акций, но они должны предоставлять право	--

Novo Mercado	Nivel 2	Nivel 1
	голоса при одобрении определенных сделок с аффилированными лицами, реорганизации в форме выделения, и т.д.	
Публичное предложение ценных бумаг должно быть нацелено на раздробление собственности	Публичное предложение ценных бумаг должно быть нацелено на раздробление собственности	Публичное предложение ценных бумаг должно быть нацелено на раздробление собственности
Минимальный объем акций в свободном обращении - 25%	Минимальный объем акций в свободном обращении - 25%	Минимальный объем акций в свободном обращении - 25%
Обязательное предложение по цене не ниже 100% от цены, выплаченной мажоритарному акционеру	Обязательное предложение по цене не ниже 100% для обыкновенных акций, 80% - для привилегированных акций	--
20% независимых членов совета директоров, срок полномочий члена совета – 2 года	20% независимых членов совета директоров, срок полномочий члена совета – 2 года	--
Годовая отчетность в соответствии с МСФО или US GAAP	Годовая отчетность в соответствии с МСФО или US GAAP	--
Консолидированная финансовая отчетность с обзором аудитора в ежеквартальных отчетах	Раскрытие информации о сделках с акциями компании совершенных контролирующим акционером	Раскрытие информации о сделках с акциями компании совершенных контролирующим акционером
Раскрытие информации о сделках с акциями компании совершенных контролирующим акционером	Раскрытие информации о сделках с акциями компании совершенных контролирующим акционером	Раскрытие информации о сделках с акциями компании совершенных контролирующим акционером
Рассмотрение споров в Арбитражной комиссии по рынку	Рассмотрение споров в Арбитражной комиссии по рынку	--
Обязательное предложение по справедливой цене в случае делистинга	Обязательное предложение по справедливой цене в случае делистинга	--

42. Еще одной важной инициативой, направленной на компенсацию недостатков судебной системы Бразилии, стало требование о том, чтобы эмитенты, акции которых котируются в сегментах Novo Mercado и Nivel 2, признавали решения биржевой Арбитражной комиссии по рынку при разрешении корпоративных споров. Наконец, в целях обеспечения стабильности обязательств, связанных с листингом, в отношении контролирующих акционеров было введено обязательство сделать предложение о выкупе всех акций в свободном обращении. Справедливая цена предложения должна определяться известным оценщиком, одобренным миноритарными акционерами.

43. Очевидно, что BOVESPA сосредоточилась на наиболее актуальных и достижимых характеристиках корпоративного управления в листинговых требованиях, не пытаясь охватить весь

возможный спектр лучших практик. Например, требования в отношении квоты независимых директоров являются достаточно скромными. Отсутствует требование о применении кумулятивного голосования (согласно законодательству, эта процедура должна использоваться по запросу акционеров, но в реальности этого практически никогда не происходит). Голосование поднятием рук допускается и часто встречается на собраниях; большинство банков с акциями в свободном обращении выступают регистраторами собственных акций. Отсутствует требование о создании комитетов по аудиту, и большинство компаний передают соответствующие функции ревизионным комиссиям (*consejo fiscal*), состоящим из лиц, не входящих в Совет директоров.

44. Несмотря на ограниченный диапазон применяемых критериев, премиальные сегменты BOVESPA оказали значительное влияние на практику корпоративного управления бразильских компаний. Они представили краткий перечень критериев корпоративного управления, ценных для инвесторов и достижимых, а также обеспечили четкий инструмент коммуникации принятых обязательств в виде уровня листинга. При этом строгие правила делистинга обеспечили стабильность обязательств, связанных с листингом.

45. Быстрое развитие этих сегментов свидетельствует об успехе избранной модели. Количество бразильских IPO стремительно выросло, достигнув пика в 64 размещения в 2007 году. В период между 2004 г. и 2010 г., 73% от всех IPO прошли в сегменте Novo Mercado, 14% -- на Nivel 2 (Fraga, 2010). К середине 2011 года количество компаний на Novo Mercado достигло 123 – т.е. около четверти от всех компаний, акции которых котируются на BOVESPA. Акции 18 компаний котировались в сегменте Nivel 2, еще 30 в Nivel 1. В совокупности, на премиальные сегменты приходится 35% от всех компаний, включенных в котировальные списки, 65,4% рыночной капитализации, 79,5% объема торгов и 74,8% сделок (BM&FBOVESPA News, July 2011).

46. Большинство бразильских компаний с листингом в США сочли полезным провести кросс-листинг в премиальных сегментах BOVESPA, ввиду более высоких и эффективно направленных требований к корпоративному управлению в сравнении с теми, которые применяются к иностранным эмитентам в США (например, иностранные эмитенты в США могут просто представить согласование национальной отчетности с US GAAP, в то время как BOVESPA требует предоставления полноценной финансовой отчетности по US GAAP или МСФО). Гледсон де Карвальо и Пенначчи (Gledhson de Carvallho & Pennacchi, 2011), например, проанализировали влияние включения акций бразильских компаний в премиальные сегменты BOVESPA на рыночную оценку и выявили позитивную реакцию рынка на листинги, которая была более сильной в отношении листингов более высокого уровня. Данное влияние было наиболее выражено в отношении привилегированных акций, которые по данным исследования получили не только повысили не только рыночную оценку, но и ликвидность.

47. Индекс IGC, включающий компании, котирующиеся в сегментах Novo Mercado, Nivel 1 и Nivel 2, стабильно опережал динамику индексов широкого рынка. Индекс IGC был запущен 25 июня 2001 года с первоначальным значением 1000. 29 декабря 2011 года индекс вырос до значения 6679,9, существенно опередив IBOVESPA, базовый рыночный индекс в Бразилии. В то время как IGC показал совокупную доходность в 568%, доходность IBOVESPA составила 290% за тот же период.

5. Объединенная московская биржа: существующие и ожидаемые нормативные акты

48. В своем стремлении повысить привлекательность Москвы как международного финансового центра, Россия инициировала амбициозную реформу в сфере правового регулирования корпоративных отношений, нацеленную на устранение выявленных на практике

пробелов регулирования и улучшение защиты прав инвесторов в целом. Некоторые из этих инициатив напрямую связаны с функционированием бирж, например, благосклонная позиция в отношении слияния бирж и развития биржевых операций, создание центрального депозитария, а также новый закон об инсайдерской торговле. Звучали призывы регуляторов и иных заинтересованных лиц к существенному пересмотру системы листинга, однако озвученные инициативы не предусматривают существенного повышения требований к корпоративному управлению.

49. Базовое регулирование рынка ценных бумаг в России представляет собой «твердый» императивный поход к раскрытию информации, который применяется ко всем организациям, опубликовавшим проспект эмиссии (долевых или долговых ценных бумаг). Он предусматривает текущие обязательства по раскрытию информации в виде объемных ежеквартальных отчетов, которые включают в себя, в частности, подробную информацию о деятельности компании, отчетность по РСБУ, полный перечень сделок с аффилированными лицами (в неконсолидированном представлении), полный перечень дочерних и зависимых обществ, а также некоторые данные по состоянию корпоративного управления. Эмитенты также обязаны направлять регулятору и публиковать определенные стандартные отчеты, такие как «сообщения о существенных фактах» и «перечни аффилированных лиц». Основные недостатки такой системы раскрытия информации проистекают из используемого в них неконсолидированного подхода, а также того, что эта информация не аудировается, а дисциплина соблюдения требований к раскрытию не подкреплена эффективной системой мониторинга. Так, некоторые эмитенты, отказываются раскрывать обязательную информацию, в частности, данные о вознаграждении членов Правления, в то время как другие эмитенты раскрывают такую информацию в агрегированном виде, не поясняя, что она в себя включает.

50. Регулирование, непосредственно адресованное корпоративному управлению, было введено в 2002 году, с принятием Кодекса корпоративного поведения Федеральной комиссией по ценным бумагам. Даже по меркам «мягкого регулирования», в России был введен облегченный подход, заключавшийся в том, что всем акционерным обществам (т.е. включая непубличные компании) было рекомендовано соблюдать положения Кодекса и добровольно отчитываться по принципу «соблюдай или объясняй» в годовом отчете эмитента и отчете за четвертый квартал. При этом никакого дисциплинирующего механизма предусмотрено не было. Хотя некоторые компании последовали данной рекомендации, это имело незначительные практические последствия для практики корпоративного управления.

51. Наиболее существенным результатом принятия Кодекса стало включение некоторых норм корпоративного управления в правила листинга, касающиеся вопросов корпоративного управления, основанные на рекомендациях, изложенных в Кодексе. Данные требования представлены в Таблице 2 по состоянию на 1 февраля 2012 года.

Таблица 2. Требования листинга на ММВБ-РТС для акций

	«А1», «А2»	«Б», «В»	«И»
Независимые директора	3	1	1
Комитет по аудиту	Полностью независимый; если это невозможно, то состоит из независимых директоров и неисполнительных членов совета	Полностью независимый	Не требуется

	«А1», «А2»	«Б», «В»	«И»
	директоров, не являющихся единоличным исполнительным органом и (или) членами коллегиального исполнительного органа эмитента		
Комитет по кадрам и вознаграждения	Полностью независимый; если это невозможно, то состоит из членов совета директоров, не являющихся единоличным исполнительным органом и (или) членами коллегиального исполнительного органа эмитента	Полностью независимый	Не требуется
Уведомление о проведении годового общего собрания акционеров за 30 дней	Да	да	да
Директора и руководители обязаны отчитываться о владении и торговле акциями эмитента	Да	да	да
Аудированная годовая финансовая отчетность в соответствии с МСФО / US GAAP	Да	Не требуется	Не требуется
Максимальная концентрация собственности	75%	90% («Б»); не ограничена («В»)	Не ограничена

52. Данные требования должны рассматриваться в контексте норм российского законодательства, включающих, например, обязательное использование кумулятивного голосования при избрании совета директоров, либеральные требования к номинированию кандидатов и процедурам голосования, годичный срок полномочий директора и независимость регистратора. Однако в правилах листинга обращает на себя внимание отсутствие обязательств по промежуточному раскрытию информации по МСФО и US GAAP, требований по срокам раскрытия годовой отчетности по МСФО, раскрытия информации о бенефициарных собственниках, сделках с заинтересованностью (в консолидированном представлении) и о размере вознаграждения менеджмента. Требования в части механизмов внутреннего аудита и внутреннего контроля

представляются весьма размытыми, в то время как критерии Кодекса в отношении независимости директоров неоднократно подвергались критике за узость и недостаточную детализацию критериев. Политики в отношении перекрестного владения и квази-казначейских акций не были сформулированы. Хотя формально биржи обязаны обеспечивать надзор за соблюдением стандартов корпоративного управления публичными компаниями, их эффективность в обеспечении соблюдения установленных требований пока не доказана. Наконец, не предусмотрено какой-либо защиты акционеров в случае делистинга или снижения листингового статуса.

53. По этой и другим причинам требования к листингу национальных бирж обладают ограниченным воздействием на практику корпоративного управления эмитентов; по сути, иностранные листинговые требования оказывают большее влияние на российские компании. Котировальные списки «А» на ММВБ – а лишь в отношении этих сегментов действуют значимые требования к корпоративному управлению – включали лишь 37 компаний по состоянию на 1 февраля 2012 года, что приблизительно совпадает с количеством российских компаний, на которые распространяются *только* иностранные листинговые требования. По сути, это очень незначительная доля от общего числа российских публичных компаний: в котировальных списках последующих уровней на ту же дату числился 71 эмитент, 232 торговались «вне списка», и еще 991 обращался на внебиржевом рынке RTS Board. Широко известен пример «Газпрома», крупнейшего российского эмитента, чьи акции обращаются «вне списка».

54. Согласно Standard & Poor's, по состоянию на май 2011 года, пять российских компаний имели листинг в США (три на Нью-Йоркской фондовой бирже и две – в системе NASDAQ). Две компании имели листинг на Стокгольмской фондовой бирже, по одной – на биржах Варшавы, Гонконга и Франкфурта (XETRA). 61 компания торговалась на основном рынке (44) или рынке AIM (17) Лондонской фондовой биржи. 32 компании были представлены на рынках Лондонской фондовой биржи через депозитарные расписки, а 29 компаний – через иностранную регистрацию юридического лица-эмитента. Акции более 30 компаний с преимущественно российскими активами торговались только за пределами России, несмотря на введение российских депозитарных расписок в 2010 году (Standard & Poor's, 2011: 12).

6. *Выводы: какой представляется российская практика регулирования в сравнении с другими странами?*

55. Исходя из вышеуказанных примеров, логичным является наблюдение о том, что в целом, российская практика регулирования корпоративного управления выглядит невыгодно в международном сопоставлении. Несмотря на прямую конкуренцию Москвы с другими финансовыми центрами и существенные проблемы, связанные с вопросами корпоративного управления российских эмитентов, биржа ММВБ-РТС на данный момент не внедрила регуляторные механизмы, присутствующие на других рынках. В некотором смысле у российских компаний нет иного выбора кроме использования иностранных премиальных сегментов – обычно в связке с зарубежной регистрацией юридического лица – чтобы четко обозначить волю приверженность высоким стандартам корпоративного управления. Свежие примеры с компаниями Polymetal Inc., Evraz Holding S.A. (обе компании были включены в премиальный листинг на Лондонской фондовой бирже в 2011 году) и Yandex N.V. (провела IPO на NASDAQ в 2011 году) иллюстрируют эту тенденцию.

56. Действующая версия режима «соблюдай или объясняй» отражает инициативу Правительства – а не бирж или инвесторов – и представляет собой облегченную версию изначально мягкой политики регулирования, показавшей умеренную эффективность в большинстве стран (исключением является Великобритания, однако и там эта политика дополняется системой добровольного присоединения). Неоднозначный опыт с этой политикой в странах с

континентальной системой права, склонных к «твердому» регулированию, служит предупреждением в отношении применимости этого подхода в России – даже в том случае, если он обретет фокус, конкретику и дисциплину применения, которых он лишен в настоящее время.

57. Разумеется, крупные российские эмитенты имеют в распоряжении несколько добровольных сегментов российских бирж (критерии ликвидности отсекают мелкие компании), однако действующие на них листинговые требования представляются достаточно мягкими, более того, для них характерны те же пробелы и неясность в определениях, которые присутствуют в Кодексе и сопутствующих ему документах. Что более важно, действующие критерии не отражают наиболее существенные риски корпоративного управления, свойственные компаниям с концентрированной собственностью. Если успех BOVESPA был в определенной степени обусловлен участием международных портфельных инвесторов на ранней стадии формулирования критериев листинга, в России такого диалога не было и фактически нет по настоящее время.

58. Отметим, однако, что ситуация может начать меняться. Политическая воля создать в России международный финансовый центр, а также продвигающаяся реформа правового регулирования, направлены на выправление наиболее узких мест российского законодательства, включая вопросы прозрачности структуры собственности и критерии аффилированности. Эти инициативы могут открыть возможности для регуляторов и бирж по введению новых норм на базе – или в ожидании – укрепления правового регулирования корпоративных отношений. Как минимум, такие нормы могли бы включать себя разъяснение и ужесточение требований в отношении объема акций в свободном обращении, независимости директоров, стандартов раскрытия информации и условий делистинга.

ПРОЗРАЧНОСТЬ И РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ: РОЛЬ ПРАВИЛ ЛИСТИНГА

1. Резюме

59. Степень прозрачности публичных российских компаний остается ниже стандартов прозрачности в развитых странах и отстает от некоторых продвинутых развивающихся рынков, как, например, Бразилия. Согласно исследованию, проведенному агентством Standard & Poor's в 2010 году, российские компании с листингом в США набирают в среднем на 25 пунктов больше по 100-балльной шкале информационной прозрачности, чем компании с листингом только в России; а российские компании с листингом на Лондонской бирже – на 15 пунктов больше. Хотя частично этот разрыв может быть вызван рыночными, а не регуляторными механизмами, столь значительная разница, а также большой разброс между показателями российских компаний (от 25 до 80 пунктов) указывают на тот факт, что российские регуляторы и биржи не обеспечивают адекватных минимальных стандартов раскрытия информации российскими публичными компаниями.

60. Существующие правила листинга предусматривают определенные требования по раскрытию информации (например, раскрытие годовой отчетности по МСФО) в отношении верхних сегментов рынка, однако них присутствует незначительное количество эмитентов. Однако даже в отношении этих сегментов, они представляют лишь небольшое дополнение к требованиям об обязательном раскрытии информации, применяемым ко всем эмитентам ценных

бумаг. Более того, данные листинговые требования потеряют актуальность в 2013 году с вступлением в силу нового Закона о консолидированной финансовой отчетности.

61. Уровень прозрачности в таких сферах как сделки с заинтересованностью, вознаграждение менеджмента и работа совета директоров, представляется особенно низким. Сроки для предоставления годовой финансовой отчетности по МСФО не регулируются правилами листинга, а требования в отношении промежуточного раскрытия информации по МСФО нет ни в действующих правилах листинга, ни в актах «твердого» регулирования. Отсутствуют какие-либо специальные требования в отношении раскрытия информации о конечных собственниках, о наличии конфликтов интересов, которые потенциально могут оказать влияние на существенных акционеров или директоров, или степени детализации в отношении сделок с заинтересованностью. На наш взгляд, это является важным недочетом, поскольку эти вопросы напрямую связаны с преобладающими формами рисков корпоративного управления российских эмитентов; более качественное раскрытие информации в этих сферах потенциально может обеспечить инвесторов важными инструментами для понимания и учета этих рисков при оценке инвестиций.

62. Все вышеуказанные недостатки представляют собой возможности для российских бирж по построению структуры листинговых требований, способствующей повышению доверия инвесторов к российскому рынку. Как минимум в отношении премиальных сегментов, требования к раскрытию информации могли бы не только преодолеть пробелы в регуляторных требованиях, но также и учесть специфические информационные потребности инвесторов в российские ценные бумаги. Потенциально данный шаг может проложить путь к достижению уровня информационной прозрачности рынка, сопоставимого с тем, который существует в мировых финансовых центрах и в передовых развивающихся рынках.

2. Основные формы регулирования и глобальная лучшая практика

63. Хотя практика раскрытия информации по МСФО / US GAAP стала нормой для большинства публичных компаний в мире, национальные подходы к регулированию и листинговые требования сильно отличаются в отношении сроков и периодичности раскрытия финансовой информации, а также раскрытия информации о структуре собственности, объема раскрытия информации о корпоративном управлении (включая деликатные вопросы о вознаграждении менеджмента и Совета директоров), раскрытия информации о рисках, стратегических планах, сделках с заинтересованностью, конфликтах интересов и т.д.

64. США, по-видимому, сохраняют за собой лидерство в плане установления золотого стандарта раскрытия информации. Это достигается посредством использования строгих правил US GAAP для финансовой отчетности, которые предусматривают детальное раскрытия информации о сделках с заинтересованностью, финансовых инвестициях, пенсионных обязательствах и т.д., что зачастую выходит за объем раскрываемой информации в соответствии с МСФО. В то же время раскрытие информации в отчете к годовому собранию (для компаний, зарегистрированных в США) представляет очень подробную информацию о практике корпоративного управления и, в особенности, о вознаграждении менеджмента, включая выплаты акциями и производными инструментами и иные льготы. Регуляторный годовой отчет 10К включает в себя подробную информацию о текущей деятельности, рисках и стратегии. Финансовые результаты раскрываются ежеквартально, как правило, в течение 21 дня по завершении отчетного квартала, и в большинстве случаев сопровождаются подробным отчетом менеджмента (Management Discussion and Analysis). Основной объем норм в отношении раскрытия информации формулируется на регуляторном уровне, однако у бирж есть возможность вводить собственные дополнительные требования.

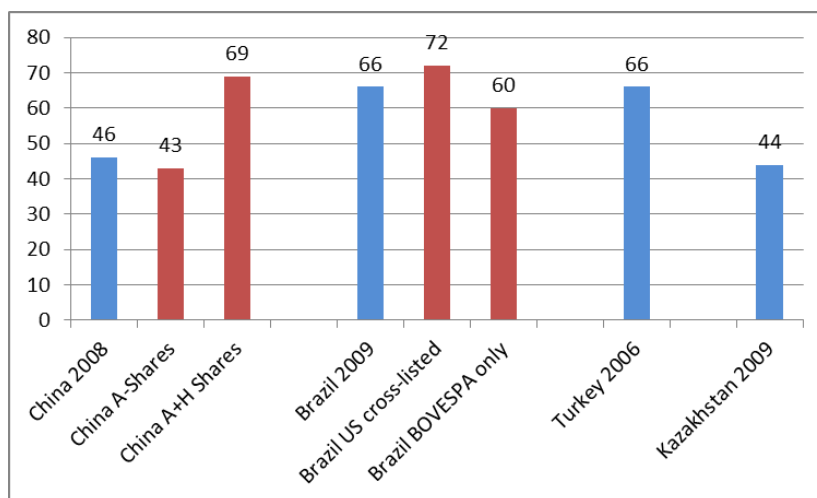
65. Хотелось бы отметить, однако, что режимы раскрытия информации в некоторых развивающихся странах становятся все более и более конкурентоспособными. Хотя все большее число стран переходит на МСФО в качестве основного стандарта, что повышает планку финансовой отчетности во всем мире, некоторые страны пошли гораздо дальше простого требования для публичных компаний предоставлять годовую отчетность по МСФО. Например, премиальные сегменты BOVESPA требуют предоставлять консолидированную отчетность (вместо регуляторной неконсолидированной) в обязательных ежеквартальных отчетах, а также установили ряд требований в отношении информации в сфере корпоративного управления. Гонконгская фондовая биржа требует предоставления подробной информации о процедурах совета директоров и конфликтах интересов с участием акционеров и директоров.

66. В период 2001-2010 гг. агентство Standard & Poor's провело ряд исследований информационной прозрачности компаний, хотя в последние годы эти исследования имели ограниченный географический охват. Уже в 2002-2003 гг. средние показатели для компаний США и Великобритании были наивысшими, достигая 70% и 71% (от идеального желаемого объема) соответственно. Компании из (других) стран ЕС показали более скромные результаты, поскольку исследование проводилось до перехода на МСФО. Средние показатели составили: по Германии - 56%, по Франции - 68%, а по Японии - 61%.

67. В том же исследовании 2002-2003 г., Россия показала наименее впечатляющие показатели: средний уровень составил 34% по 42 публичным компаниям в 2002 году, что оказалось ниже среднего показателя по Юго-Восточной Азии (48) и лишь немногим более среднего показателя в Латинской Америке (31).

68. В последующие годы агентство Standard & Poor's провело несколько исследований с более узким географическим фокусом. Согласно одному из них, в 2006 году средний уровень по турецким компаниям составил 66%, что является достаточно высоким показателем для развивающихся рынков. Введение требования о предоставлении обязательной финансовой отчетности в соответствии с МСФО и требований «соблюдай или объясняй» в Турции в 2005 году, безусловно, сыграло в этом свою роль. В исследовании 2009 года, бразильские компании показали аналогичный впечатляющий средний показатель в 66% по 56 компаниям IBOVESPA, несмотря на тот факт, что стандарты МСФО стали обязательными лишь через два года после этого. Основная заслуга в данном достижении принадлежит листинговым требованиям BOVESPA (где в отдельных сегментах требуется раскрывать информацию в соответствии с МСФО или US GAAP) и Нью-Йоркской фондовой биржи, листинг на которой повысил доступность информации на английском языке. Компании с двойным листингом в США показали в среднем 72%, а компании с листингом только в Бразилии – 60%.

График 1. Индексы информационной прозрачности Standard & Poor's для отдельных стран.



69. В исследовании 2008 года по 300 крупнейшим публичным китайским компаниям (акции типа «А») были представлены некоторые интересные результаты. В то время как средний показатель по все выборке составил лишь 46%, у 34 компаний с перекрестным листингом на гонконгской бирже средний показатель информационной прозрачности составил 69%, а у 251 компании – эмитента только «внутренних» акций типа «А» - 43%.

70. Наконец, исследование по Казахстану 2009 года показало, что требование о предоставлении обязательной финансовой отчетности в соответствии с МСФО само по себе не является достаточным для обеспечения общего высокого уровня раскрытия информации на рынке. Средний показатель по 22 крупнейшим публичным компаниям составил 44%, немного ниже среднего показателя в Китае, при этом основные пробелы были в сфере раскрытия информации по операционной деятельности, корпоративному управлению и предоставлении информации на английском языке. Очевидно, что «культура акционерного капитала» только начала развиваться в Казахстане, а многие страны раскрывали ограниченный объем информации в своих годовых отчетах для акционеров и опубликовывали их с существенным запозданием.

3. Российский пример – действующее регулирование раскрытия информации и актуальные инициативы

71. В России компании подпадают под регулирование о раскрытии информации по регистрации проспекта эмиссии (акций или облигаций). После подачи такого проспекта законодательство предусматривает текущие обязательства по раскрытию информации в виде объемных ежеквартальных отчетов, которые включают в себя, в частности, подробную информацию о деятельности компании, отчетность по РСБУ, полный перечень сделок с аффилированными лицами (в неконсолидированном представлении), полный перечень дочерних и зависимых обществ, а также некоторые данные по состоянию корпоративного управления. Эмитенты также обязаны направлять регулятору и публиковать определенные стандартные отчеты, такие как «сообщения о существенных фактах» и «перечни аффилированных лиц». Основные недостатки такой системы раскрытия информации проистекают из используемого в них неконсолидированного подхода, а также того, что эта информация не аудировается, а дисциплина соблюдения требований к раскрытию не подкреплена эффективной системой мониторинга. Дополнительный регуляторный режим применяется к банкам, в отношении которых действует ряд дополнительных требований по подаче отчетов, включая годовые отчеты в соответствии с особой редакцией МСФО, разработанной Центральным Банком.

72. Принятый в России Федеральный закон «О консолидированной финансовой отчетности» (и подзаконные нормативные акты) распространяет требование о предоставлении аудированной годовой отчетности по МСФО на всех эмитентов ценных бумаг (включая долговые ценные бумаги), допущенных к обращению на биржах, начиная с 2013 года (т.е. начиная с отчетности за 2012 финансовый год). Однако данное требование станет применяться к компаниям, не имеющим акций в публичном обращении – или выпускающим отчетность по US GAAP лишь с 2015 г. Аудированная годовая финансовая отчетность должна быть опубликована в течение четырех месяцев после окончания отчетного года. Это важный шаг вперед, который, тем не менее оставляет для бирж простор для стимулирования более высокой прозрачности публичных компаний, тем самым способствуя сближению стандартов раскрытия информации в России с уровнем других рынков. Например, новый закон не предусматривает каких-либо требований в отношении промежуточной финансовой отчетности по МСФО. Также существуют возможности для введения дополнительных требований в отношении нефинансовой информации, включая информацию о корпоративном управлении.

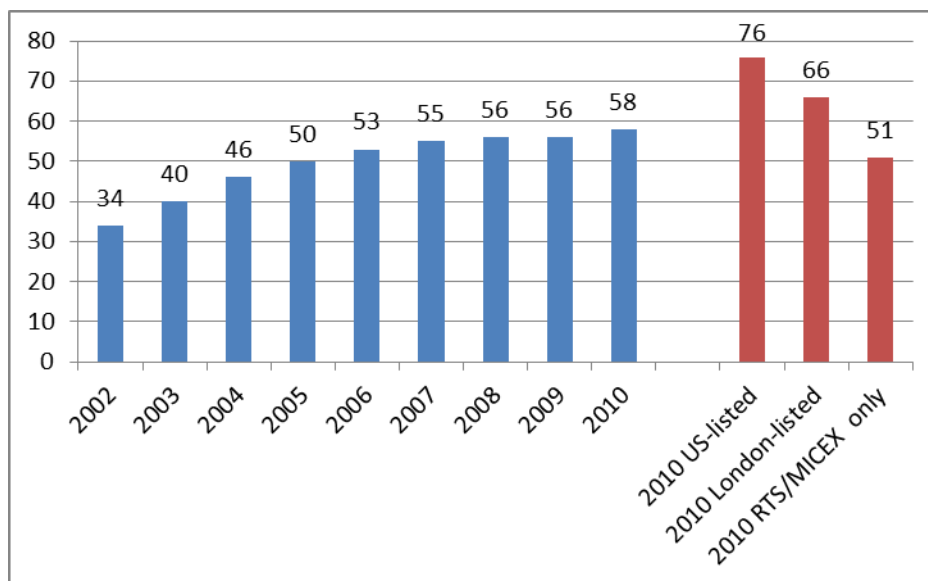
73. Несмотря на регламентированное распространение МСФО, отчетность в соответствии с Российскими стандартами бухгалтерского учета по-прежнему остается обязательной, при всех ее ограничениях в плане использования инвесторами и регуляторами. Это отличается от политики, например, соседнего Казахстана, который отменил обязательства в отношении отчетности по национальным стандартам после введения МСФО. Необходимость в поддержании двух параллельных систем отчетности – при том, что обе должны проходить аудиторскую проверку – усиливает нагрузку на компании и затрудняет своевременную подготовку отчетности по МСФО. Между тем, сроки публикации остаются проблемным вопросом: только 51% российских компаний в исследовании Standard & Poor's соблюдали общепринятые международные требования в 2010 году, публикуя аудированную отчетность по МСФО или US GAAP до конца апреля, в то время как 26% компаний не смогли сделать это даже к собранию акционеров (которые в России обычно проводятся в конце июня). Хотя новый закон призван улучшить отчетную дисциплину в плане годовых результатов, наличие требований о двойной отчетности, скорее всего, затруднит движение вперед, с опережением регуляторных сроков по годовой отчетности, и более своевременной публикации промежуточной отчетности.

74. Правила листинга содержат лишь одно дополнение к нормам обязательного раскрытия информации, которые касаются всех эмитентов. Требование о предоставлении аудированной годовой финансовой отчетности по МСФО, хотя и в неопределенные сроки, является единственным содержательным обязательством по раскрытию информации, которое содержится в правилах листинга, и применяется только к спискам уровня «А», т.е. достаточно узкому спектру котируемых компаний. Рекомендация «соблюдай или объясняй» в отношении национального Кодекса корпоративного поведения применяется ко всем акционерным обществам и поэтому не связана с требованиями к листингу.

4. *Российские стандарты раскрытия информации в сравнении с другими рынками*

75. Хотя законодательство, предусматривающее раскрытие информации российскими компаниями, претерпело ряд изменений в последнее десятилетие, средние стандарты раскрытия информации выросли как в результате перекрестных листингов и добровольных усилий по повышению прозрачности в отдельных компаниях. Эволюция Индекса информационной прозрачности Standard & Poor's (не повторялся в 2011 году) изображена на графике 2.

График 2. Индекс информационной прозрачности российских компаний Standard & Poor's



76. Здесь уместны несколько наблюдений. Во-первых, хотелось бы отметить, что в 2007 году индекс фактически вышел на плато роста, в последующие годы наблюдалось лишь незначительное улучшение. Это может отражать тот факт, что требования о раскрытии информации, применявшиеся к иностранным эмитентам на Лондонской фондовой бирже, – бирже, которую предпочитает большинство российских компаний – были относительно мягкими, и лишь немногие компании выполнившие эти требования, решили ими не ограничиваться и повысить планку раскрытия. Об этом свидетельствует информация, отображенная на графике 2, согласно которому средний показатель информационной прозрачности 29 российских компаний, акции которых котировались на Лондонской фондовой бирже (по состоянию на 2010 год), составил 66%, а для 5 компаний, которые должны были соблюдать более строгие американские требования в отношении раскрытия информации (в основном, в виде отчета 20-F, но также и более подробные примечания к финансово отчетности в соответствии с US GAAP) средний показатель раскрытия информации составил 76%. У 53 компаний без иностранного листинга или перекрестного листинга средний показатель раскрытия информации составил 51%. Во-вторых, необходимо учитывать, что методология исследований Standard & Poor's исходит из перспективы англоязычных международных инвесторов; компании, которые не переводят свои англоязычные отчеты на русский язык, не теряют из-за этого в оценке прозрачности. И если российские компании, как правило, раскрывают финансовую и годовую отчетность одновременно на русском и английском языках, то отчеты в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC), как, например, отчет 20-F, в большинстве случаев не переводятся на русский язык и поэтому не являются полезными для розничных российских инвесторов.

77. Ограниченная регуляторная структура для корпоративной прозрачности в России приводит к большому разбросу между стандартами раскрытия информации в отдельных компаниях. Согласно исследованию Standard & Poor's по Бразилии за 2009 год, ни у одной компании, например, не было показателя ниже 44%, несмотря на то, что исследование проводилось до введения обязательной отчетности по МСФО. Разброс среди показателей составил 35 процентных пунктов (т.е. с 44 до 79). В обзоре по России за 2010 год самый низший показатель составил 25%, а диапазон наблюдавшихся показателей составил 55 процентных пунктов (т.е. с 25 до 80). Иными словами, в случае с Россией регуляторная основа для стандартов раскрытия информации представляется более слабой. При этом наиболее прямая форма регулирования в форме участия

государства в капитале также в целом не ассоциировалась с более высокой прозрачностью в исследованиях Standard & Poor's. В большинстве ежегодных исследований средние показатели по подвыборкам частных и государственных компаний были сопоставимы или лишь незначительно выше в случае госкомпаний, несмотря на существенно больший средний размер последних.

5. Выводы – основные сферы для усовершенствования

78. Как видно из различных исследований, стандарты раскрытия информации крупных российских публичных компаний ниже уровня развитых стран и некоторых развивающихся рынков (Бразилия). В дополнение к этому существует большой разброс между уровнями раскрытия информации в отдельных компаниях, что отражает низкую эффективность требований к раскрытию информации как на регуляторном уровне, так и на уровне правил листинга.

79. Несмотря на недавние изменения в законодательстве, существенных подвижек на регуляторном уровне не ожидается; с этой ситуации, российские биржи сталкиваются с выбором: либо принять неравномерную прозрачность публичных компаний со всеми практическими и репутационными последствиями, либо ввести дополнительные требования к раскрытию информации для всех или отдельных уровней листинга. В свете недавних намерений российского правительства повысить привлекательность Москвы как международного финансового центра, а также планов ММВБ-РТС по расширению своего бизнеса, последняя опция представляется более логичной.

80. По крайней мере в отношении национальных эмитентов, российские биржи находятся в уникальной ситуации с точки зрения возможности сформулировать требования к раскрытию информации, учитывающие пробелы в регуляторных требованиях и отражающие потребности в специфической информации, связанной с преобладающими финансовыми и нефинансовыми рисками в российских компаниях. Так, например, действующее и вступающее в силу регулирование не предъявляет требований к промежуточной отчетности по МСФО. Информация о состоянии корпоративного управления также очень важна в этом контексте, включая информацию о внешних коммерческих интересах крупных акционеров и конфликтах интересов в отношении таких акционеров и членов совета директоров. Подробное описание сделок с заинтересованностью также крайне важно и зачастую выходит за рамки МСФО. В отчетности и годовых отчетах российских компаний недостает достоверной информации о вознаграждении менеджмента, хотя бы в совокупном представлении, при этом обязательное раскрытие такой информации в регуляторных ежеквартальных отчетах известно своей ненадежностью.

81. При подготовке данного отчета не ставилась цель составить исчерпывающий перечень пробелов в регулировании раскрытия информации, однако обозначенные выше проблемы представляют собой важные недочеты текущей практики и, соответственно, возможности для вмешательства посредством листинговых требований. Может потребоваться подробный диалог с сообществом национальных и международных инвесторов – конечными потребителями информации – в целях выявления более полного перечня пробелов, связанных с раскрытием информации российскими компаниями, а также их приоритетов в плане прозрачности.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ВОПРОСОВ ИНСАЙДЕРСКОЙ ТОРГОВЛИ И МАНИПУЛИРОВАНИЯ РЫНКОМ

1. Резюме

82. Хотя некоторые элементы регулирования вопросов инсайдерской торговли существовали в России, начиная с середины 1990-х годов, цельный подход к регулированию вопросов инсайдерской торговли и манипулирования рынком обрел форму закона в 2010 году, почти 20 лет после аналогичного нововведения в Европейском Союзе. Правоприменение в отношении этого закона только начинается а введение уголовной ответственности за соответствующие нарушения было отложено до 2013 года.

83. Новый закон содержит общее определение инсайдерской информации и четко запрещает осуществлять торговлю на основании такой информации и ее распространение. Определение инсайдерской информации начинается с общего принципа, сформулированного в русле подобного определения в Акте Великобритании об уголовном правосудии. Однако, в отличие от таких определений во многих других юрисдикциях, определение в российском законе содержит четкую ссылку на исчерпывающий перечень событий, утвержденный Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). Это означает, что на практике правила превалируют над принципом, а правоприменение возможно только в отношении инсайдерской информации, которая подпадает под один из пунктов, упомянутых в списке регулятора.

84. На наш взгляд, Россия стоит перед важным выбором, который может оказать существенное влияние на будущее развитие ее финансовых рынков. Основные принципы, заложенные в новом законодательстве, представляют собой необходимую информацию для зарождения эффективного регуляторного режима, однако предстоит работа по построению эффективных механизмов правоприменения. Данный шаг является очень важным: по результатам проведенного недавно научного исследования, с точки зрения финансового рынка, отсутствие закона об инсайдерской торговле предпочтительнее наличию неработающего закона (Bhattacharya & Daouk, 2009).

85. Основными вызовами для эффективного правоприменения, на наш взгляд, являются наличие закрытого перечня событий, составляющих инсайдерскую информацию, а также отсутствие ясности в отношении периодов «блэкаута» (временного запрета приостановки операций с ценными бумагами) для корпоративных инсайдеров, относительно мягкие административные санкции в рамках действующего законодательства, отсутствие опыта судов в отношении применения уголовных санкций, предусмотренных за неправомерное использование инсайдерской информации и манипулирование рынком.

2. Превалирующие формы регулирования и глобальная передовая практика

86. Инсайдерская торговля подрывает уверенность инвестора в справедливости и целостности рынка ценных бумаг. По этой причине почти в каждой стране был принят закон, запрещающий такую деятельность. Хотя существуют некоторые различия в правовых системах разных стран, большинство законодателей, принимающих законы об инсайдерской торговле, отражают в них следующие вопросы: Что является инсайдерской информацией? Кто может рассматриваться в качестве инсайдера? Какая деятельность с использованием инсайдерской информации запрещается? Как предотвратить инсайдерскую торговлю? Какие должны применяться санкции и обеспечительные меры? (IOSCO, 2003: 1)

87. Регулирование инсайдерской торговли впервые было введено в США с принятием Закона о обороте ценных бумаг 1934 года, а затем постепенно распространилось в большинстве юрисдикций, включая развивающиеся рынки. По данным исследования Бхаттачарья и Даук (Bhattacharya & Daouk, 2009 г.), запрет на инсайдерскую торговлю существует в 80% развивающихся стран, однако в 70% из них правоприменение не осуществляется.

88. Две ключевых характеристики инсайдерской информации – это *конфиденциальность* и *существенность*. Информация обычно считается *конфиденциальной*, если она не была публично раскрыта. Хотя интуитивно можно сказать, что данный критерий не всегда можно применить безоговорочно, поскольку публичное распространение не всегда происходит на всех рынках, на которых осуществляется торговля ценными бумагами эмитента – и даже в рамках одного рынка инфраструктура распространения закрытой информации о цене не всегда является достаточно эффективной, чтобы обеспечить равный и своевременный доступ для всех участников рынка. При решении этого вопроса большинство юрисдикций предусмотрели процедуры для публичного распространения информации (в том числе такие процедуры были введены и в России) и призвали регуляторов разных стран взаимодействовать между собой (IOSCO, 2003).

89. *Существенность* касается потенциала информации, которая будучи раскрытой, может существенно повлиять на стоимость ценных бумаг. В некоторых юрисдикциях (включая Россию и Великобританию) предусматривается, что информация должна быть точной и конкретной, но при этом не дается практическое определение данного критерия (IOSCO, 2003). Для того, чтобы обеспечить исполнение требований, регуляторы некоторых развивающихся стран (например, в Малайзии) представили перечень событий, информация о которых во всех случаях считается существенной. Россия пошла дальше, предусмотрев закрытый перечень событий, считающихся существенными.

90. При определении инсайдеров большинство стран разграничивает *первичных* и *вторичных* инсайдеров (в российском законодательстве такого разграничения нет). Подразумевается, что у *первичных инсайдеров* есть доступ к инсайдерской информации и знания для оценки ее существенности. Как следствие, к ним обычно применяются более суровые санкции за злоупотребление инсайдерской информацией по сравнению с вторичными инсайдерами. К первичным инсайдерам обычно относится менеджмент и члены советов директоров а также зачастую сотрудники эмитента и определенные контрагенты, такие как внешние юристы и консультанты. Некоторые страны также включают в список первичных инсайдеров крупных акционеров, а также сотрудников регулятора рынка ценных бумаг.

91. *Вторичными инсайдерами* являются лица, которые получают инсайдерскую информацию от кого-то еще, необязательно от *первичного инсайдера*, а в некоторых случаях даже случайно (IOSCO, 2003).

92. Запрещенная деятельность обычно включает в себя *торговлю* ценными бумагами (включая производные финансовые инструменты), когда лицо обладает существенной и не находящейся в открытом доступе информацией, относящейся к соответствующим ценным бумагам, а также передачу инсайдерской информации (*информирование*). Хотя в большинстве стран первичное информирование (т.е. информирование первичными инсайдерами) запрещено, представляется, что в отношении *вторичного информирования* (т.е. информирования вторичными инсайдерами) регуляторный консенсус пока не достигнут. Однако передовая практика предлагает, чтобы санкции были предусмотрены как за первичное, так и за вторичное информирование (IOSCO, 2003:11).

93. В некоторых странах *умысел* является необходимым условием признания инсайдерской торговли нарушением, в то время как в других такого требования нет. В отчете IOSCO (2003) не

указывается на необходимость доказывания факта умысла как составляющей регуляторной политики.

94. *Надзорная деятельность* или регуляторные полномочия в отношении инсайдерской торговли обычно включают в себя сбор информации о подозрительных сделках, идентификацию сторон подозрительных сделок, анализ предыдущей деятельности идентифицированных инвесторов, идентификацию лиц, у которых был доступ или которые могли иметь доступ к инсайдерской информации, а также анализ отношений между лицами, у которых был доступ или которые могли иметь доступ к инсайдерской информации, или сторонами подозрительных сделок. (IOSCO, 2003: 15). Если по запросу регулятора выясняется, что имела место инсайдерская сделка, то регулятор может возбудить административное или гражданское производство или уведомить органы прокуратуры, если за данное нарушение предусмотрена уголовная ответственность, и регулятор считает, что данная санкция применима.

95. При выполнении своих функций в отношении инсайдерской торговли регуляторы обычно наделяются *правом запрашивать информацию* у граждан, имеющих доступ к инсайдерской информации, эмитентов ценных бумаг, котирующиеся на бирже, брокеров / трейдеров, бирж и клиринговых организаций. Хотя существуют исключения, регуляторы редко обладают полномочиями по проведению обысков помещений, замораживанию активов или прослушиванию телефонных переговоров. (IOSCO, 2003 год)

96. *Санкции* за инсайдерскую торговлю подпадают под одну из трех категорий: гражданско-правовые, административные или уголовные санкции. В большинстве стран существует возможность применять несколько видов санкций за одно нарушение, но на практике такое случается очень редко. Регуляторы могут либо по собственному усмотрению выбрать надлежащий вид санкции или они должны следовать формальным критериям при совершении выбора. Существует международная тенденция в отношении более частого применения именно административных санкций как наиболее эффективного способа сдерживания инсайдерской торговли. Хотя они менее суровые по сравнению с видами уголовной ответственности, тем не менее, административные санкции сопряжены с меньшим бременем доказывания и могут быть применены в достаточно короткие сроки. В случае с физическими лицами эти санкции обычно включают возвращение всей прибыли, полученной от незаконных сделок, штраф в размере определенной суммы и временный запрет на занятие руководящих должностей. Еще одним преимуществом административных санкций является то, что они могут быть наложены на юридических лиц за неспособность обеспечить необходимую дисциплину и контроль при обращении с инсайдерской информацией. (IOSCO, 2003)

97. *Обязанности эмитента* в отношении инсайдерской информации обычно включают в себя обязательство обеспечивать своевременное публичное раскрытие информации, которая может оказать влияние на стоимость торгуемых ценных бумаг, создание правил и процедур, обеспечивающих доступ к чувствительной информации в рамках организации только тем лицам, у которых есть обоснованная потребность в ее использовании, раскрытие информации о торговых сделках инсайдеров, а также ограничения на ведение торговой деятельности инсайдерами в течение определенного периода, предшествующего опубликованию периодических результатов. Если существуют признаки того, что кто-то на рынке осуществляет торговлю с использованием инсайдерской информации, то обязанностью эмитента является незамедлительное публичное раскрытие такой информации, чтобы все участники рынка могли бы на нее полагаться при принятии ими инвестиционных решений. (IOSCO, 2003).

3. Российская практика – действующее и вступающее в действие законодательство об инсайдерской торговле и манипулировании рынком

98. Хотя некоторые элементы регулирования вопросов инсайдерской торговли существовали в России, начиная с середины 1990-х годов, цельная правовая база отсутствовала, а правоприменение было ограниченным. Принятие Федерального закона № 224-ФЗ "О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 27 июля 2010 года было призвано устранить остающиеся пробелы в регуляторной структуре и поддержать правоприменение.

99. Закон вступил в силу в январе 2011 года, однако введение в действие обязанностей эмитентов и других лиц по предоставлению отчетности было отложено до начала 2012 года. Также положения Закона, предусматривающие уголовную ответственность, вступят в силу только 31 июля 2013 года.

100. Закон дает определение инсайдерской информации, которое включает в себя большинство элементов, которые встречаются в иных юрисдикциях – например, конфиденциальность и существенность, но также требует, чтобы информация была точной и конкретной. Однако определение содержит один условный элемент, который является весьма необычным в международной практике: чтобы быть отнесенной к инсайдерской, информация должна соответствовать одному из типов, указанных в закрытом перечне утвержденном нормативным правовым актом федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков. Для различных лиц, включая эмитентов, биржи, рейтинговые агентства и т.д., предусмотрены отдельные перечни.

101. Хотя в некоторых странах существовали прецеденты, когда регулятор утверждал перечень событий, которые во всех случаях должны считаться существенными (одним из примеров является Малайзия), нам неизвестно о случаях, чтобы такие перечни были закрытыми – и при этом имели преимущественную силу над принципом.

102. Примечательно, что содержащееся в Законе определение касается не только ценных бумаг, но и товаров и иностранной валюты.

103. Закон не разграничивает первичных и вторичных инсайдеров, но в некоторых случаях делает ссылку на особую роль или функцию того или иного инсайдера. Крупные акционеры, владеющие пакетом акций свыше 25%, считаются инсайдерами вне зависимости от наличия фактического доступа к информации.

104. Закон запрещает осуществлять торговлю, используя инсайдерскую информацию, и также передавать инсайдерскую информацию и заниматься манипулированием рынком. Однако Закон не вводит формальный период «блэкаута» (временной приостановки операций с ценными бумагами), например, определенный период времени до объявления полученной прибыли, когда корпоративным инсайдерам запрещалось бы осуществлять торговлю ценными бумагами.

105. Закон требует, чтобы эмитенты вели список инсайдеров и предоставляли их биржам, на которых эмитенты осуществляют торговлю своими ценными бумагами. Эмитенты обязаны соблюдать установленные регулятором процедуры публичного раскрытия инсайдерской информации, разрабатывать внутренние процедуры для обращения с инсайдерской информацией и соответствующие процедуры соблюдения установленных требований. Корпоративные инсайдеры

обязаны уведомлять эмитентов и регулятора обо всех торговых операциях с ценными бумагами эмитента и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

106. Административные санкции за нарушение законодательства об инсайдерской торговле представляются достаточно скромными: до 5 000 рублей на граждан, до 50 000 рублей на должностных лиц и до 700 000 рублей на юридических лиц.

4. Регулирование инсайдерской торговли в России в сравнении с другими рынками

107. С принятием долгожданного Закона об инсайдерской торговле в 2010 году отдельные основные определения, принципы и запреты, касающиеся инсайдерской торговли и манипулирования рынком, существовавшие в большинстве других стран, были привнесены и в российское законодательство.

108. Определение инсайдерской информации в новом Законе является необычным, поскольку оно требует, чтобы такая информация соответствовала бы одному из типов, указанных в исчерпывающем перечне существенных событий, утвержденном регулятором. Такой подход, основанный на использовании закрытого перечня, создает риск того, что определенные типы существенной информации могут остаться за пределами сферы событий, регулируемых Законом.

109. Ситуация с правоприменением пока неясна. Требования к эмитентам по предоставлению отчетности, содержащей необходимую информацию для идентификации подозрительных торговых сделок, вступили в силу только в январе 2012 года. Пока нет каких-либо прецедентов с участием бирж или посредников, играющих свою роль в осуществлении инсайдерской торговли и манипулировании рынком.

5. Выводы

110. Основная цель всех законодательных актов об инсайдерской торговле заключается в достижении более высокой ликвидности и снижении затрат на привлечение капитала для эмитентов с помощью более эффективного и справедливого функционирования финансовых рынков. Существует множество примеров стран, особенно среди стран развивающихся, когда принимались законы об инсайдерской торговле, но правоприменение не осуществлялось. Bhattacharya & Daouk (2002 год) провели исследование 103 рынков и в 87 случаях выявили наличие законов об инсайдерской торговле. Однако лишь в 38 странах существовали процедуры правоприменения, о чем свидетельствовали прецеденты применения санкций

111. Следует отметить, что ситуация, когда введение закона об инсайдерской торговле не сопровождается правоприменением, не только не позволяет достичь основной цели регулирования, заключающейся в стимулировании развития финансовых рынков, но также может иметь и негативные последствия. Бхаттачарья и Даук (Bhattacharya & Daouk, 2002) пришли к выводу, что само по себе принятие законов об инсайдерской торговле не снижает стоимость капитала для компаний; такой эффект можно наблюдать только в случае, когда правоприменение становится заметным. Более того, в своей последующей работе (2009 год) те же самые авторы выяснили, что стоимость капитала на самом деле вырастает в тех странах, в которых было принято законодательство об инсайдерской торговле, но правоприменение не было обеспечено.

112. Данные наблюдения в отношении опыта других стран являются важным уроком для российского регулирования. В особенности, важно то наблюдение, что все меры, которые были предприняты до настоящего времени и были направлены на противодействие инсайдерской торговле и манипулированию рынком, могут дать желаемый результат, только если они сопровождаются компетентным правоприменением.

113. Риски, связанные с эффективным правоприменением, могут включать в себя основанное на правилах (а не принципах) определение инсайдерской информации согласно действующему регулированию, незначительные административные санкции, ограниченный опыт судов в применении мер уголовной ответственности за осуществление инсайдерской торговли и манипулирование рынком (соответствующие положения Закона вступят в силу в 2013 году).

Источники

Aguilera, R.V., & Cuervo-Cazzura, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 376-387.

Amico, Alissa and Hans Christiansen, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance, Financial Markets Trends*, Vol. 1., 2009, OECD, available at <http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf>

Ararat, M. (2011). 'Comply or Explain' Without Consequences: The Case of Turkey. In Malin C.A. (ed). *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*. Edward Elgar, 2011: 355-370.

Arcot, S., Bruno, V., & Faure-Grimaud, A. (2009) *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?* *International Review of Law and Economics*, 30: 193-201.

Bhattacharya, U., and Daouk, H. (2002). The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, vol. LVII: 75-108.

Bhattacharya, U., and Daouk, H. (2009). When No Law Is Better Than a Good Law. *Review of Finance*, 13 (4): 577-627.

Bianchi, M., Ciavarella, A., Novembre, V., & Signoretti, R. (2011). Comply or Explain: Investor Protection Through the Italian Corporate Governance Code. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23: 107-118.

Borodina, S. & Shvyrkov, O. (2010, eds). *Investing in BRIC Countries. Evaluating Risk and Governance in Brazil, Russia, India, and China*. McGraw-Hill. 2010

Coffee, J.C.Jr. (2001). The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal*, 111: 1-82.

Coffee, J.C.Jr. (2002). Racing Towards The Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, 102: 1757-1831.

Doidge, G., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2009) Has New York Become Less Competitive than London in Global Markets? *Evaluating Foreign Listing Choices Overtime*. *Journal of Financial Economics*, 91: 253–277.

Fernandes, N., & Giannetti, M. 2009. On the Fortunes of Stock Exchanges and Their Reversals: Evidence from Foreign Listings, Working paper, IMD and Stockholm School of Economics.

Fraga, A. 2010. How Have Stock Exchanges Impacted Corporate Governance in the Region? Presentation at the Latin American Roundtable of Corporate Governance.

Gledson de Carvalho, A., & Pennacchi, G.G. (2011). Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, in press.

IOSCO (2003). *Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It*. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. March 2003.

OECD (2006). Corporate Governance in Turkey: a Pilot Study. OECD publication nr. 9264028633.

OECD (2011). Misuse of Privileged Information. COSRA/IARC/Latin American Roundtable Survey. September 15, 2011.

Pensions and Investments Research Consultants (PIRC, 2007). Review of the Impact of the Combined Code. PIRC's Response to the FRC Consultation Paper. July 2007

Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2009). Applying 'Comply-Or-Explain': Conformance With Codes of Corporate Governance in the UK and Germany. Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 389

Standard & Poor's (2008). S&P Transparency and Disclosure Survey by Chinese Companies 2008. Warren Wong (analyst). March 2009.

Standard & Poor's (2009a). Transparency and Disclosure by Kazakhstani Companies 2009: A Low Start, a Great Promise. Elena Pastoukhova, Oleg Shvyrkov, Ekaterina Kudyukina, Anton Onishchuk (analysts). October 14, 2009.

Standard & Poor's (2009b). Disclosure Practices of the Companies Composing the BOVESPA Index in Brazil. Reaping the Benefits of Exchange-Based Regulation. Eduardo Chehab, Julia Schwartzmann and Elena Pastukhova (analysts). November 16, 2009.

Standard & Poor's/NES (2008). Transparency and Disclosure by Russian Companies 2008: Insignificant progress as the number of IPOs plummets. Joint study of Standard & Poor's Governance Services and the Centre for Economic and Financial Research at the New Economic School. Sergey Stepanov, Olga Lazareva, Igor Salitskiy, Ivan Mironets, Evgeny Sidorovskiy, Evgeniya Chernina, Elena Pastoukhova, Oleg Shvyrkov. November 13, 2008.

Standard & Poor's/NES (2009). Companies 2009: The Gap Between the Highest Scoring Companies and the Lowest Scoring Companies Widens. Joint study of Standard & Poor's Governance Services and the Centre for Economic and Financial Research at the New Economic School. Sergey Stepanov, Elena Pastoukhova, Salavat Gabdrakhmanov, Olga Lazareva, Danila Pankov, Evgeny Sidorovskiy, Olga Ukhaneva, Evgeniya Chernina, Oleg Shvyrkov (analysts). October 21, 2009

Standard & Poor's/NES (2010). Transparency and Disclosure by Russian Companies 2010: Moderate Improvement in Transparency Led by Power Utilities. Joint study of Standard & Poor's Governance Services and the Centre for Economic and Financial Research at the New Economic School. Sergey Stepanov, Elena Pastoukhova, Salavat Gabdrakhmanov, Sergey Glebkin, Marat Dukhan, Ivan Klimovskih, Vyacheslav Starostin, Oleg Shvyrkov (analysts). November 19, 2010.

Standard & Poors (2011). Governance Regulations at Crossroads: Will the Drive for Reform Persist and Bear Fruit? Corporate Governance Infrastructure in Russia. Oleg Shvyrkov and Ekaterina Marushkevich (analysts), 24 May 2011.

Werder, A.V., Talaulicar, T., & Kolat, G.L. (2005). Compliance with the German Corporate Governance Code: an Empirical Analysis of The Compliance Statements by German Listed Companies. Corporate Governance: An International Review. 13: 178–187.

Wymeersch, E. (2006). The Enforcement of Corporate Governance Codes. Journal of Corporate Law Studies. 6: 114-138.