

Второе заседание в рамках Круглого стола по корпоративному управлению для России, посвященное правам акционеров и равенству сторон

Обобщающий доклад
Москва, 24-25 февраля 2000 г.

I. Выводы

1. В Москве 24-25 февраля состоялось второе заседание в рамках Круглого стола по корпоративному управлению для России. Основное внимание в ходе обсуждения уделялось проблеме прав акционеров и обеспечения равенства сторон. К выводу о том, что эта проблема является главной, единодушно пришли участники первого заседания Круглого стола, которое состоялось в июне прошлого года. В работе круглого стола принимают участие руководители основных организаций России, в частности, Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), Высшего арбитражного суда и Координационного центра по защите прав инвесторов. Заседание Круглого стола финансировали совместно ОЭСР, Группа Всемирного банка и Центр международных частных предприятий (ЦМЧП).
2. О важности обсуждаемой проблемы для обеспечения долговременного роста экономики в России, а также о необходимости развития постоянного диалога по вопросам корпоративного управления свидетельствует тот факт, что в работе Круглого стола принимает участие свыше 100 представителей из Российской Федерации, стран ОЭСР и международных организаций. Путем поддержания диалога между инвесторами, органами судопроизводства, министерствами и ведомствами, работающими на рынке компаниями, представителями общественности, иностранными и российскими экспертами участники Круглого стола вносят свой вклад в продвижение реформ за счет формирования общего представления о системе корпоративного управления и обмена опытом в этой области. В качестве концептуальной основы для обсуждения участники Круглого стола применяют согласованные на международном уровне Принципы корпоративного управления ОЭСР и используют преимущества апробированных в международной практике подходов с целью оказания содействия России в выработке решения стоящих перед страной проблем.
3. На заседании было отмечено, что система регулирования корпоративного управления в России значительно улучшилась после принятия надлежащим образом подготовленного закона о компаниях и системы защиты интересов инвесторов, значительного усиления положений закона о ценных бумагах и появления организаций, обеспечивающих защиту прав инвесторов. Основное внимание должно быть теперь сосредоточено на применении принятых законодательных и нормативных актов и обеспечении их исполнения государственными и частными институтами. После прошедшей в России приватизации интересы акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, часто нарушались в результате злоупотреблений, таких как «увод» активов компаний, трансфертное ценообразование и «размывание» акционерного капитала. Подобная практика часто узаконивается либо руководством, либо акционерами, владеющими контрольным пакетом акций компаний в ущерб интересам собственников незначительных пакетов акций, что препятствует также развитию рынка ценных бумаг. Защита интересов акционера является важной предпосылкой реализации им права голоса. В свою очередь, реализация этого права является важным фактором в условиях, когда инвестор не может уйти с рынка вследствие его низкой ликвидности, как это имеет место в России. Для развития предсказуемой среды для инвесторов необходимо обеспечить юридическую защиту интересов акционеров.
4. Участники Круглого стола сосредоточили свое внимание на обсуждении правил и процедур защиты прав акционеров в России, а также на рассмотрении институтов, обеспечивающих эту защиту. Хотя законодательство обеспечивает надежную основу для корпоративного управления, в нем имеются некоторые «провалы», такие как отсутствие гражданской и уголовной ответственности руководства компаний за злоупотребление в виде сделок с заинтересованными сторонами. Для того, чтобы усовершенствовать систему соблюдения законов необходимо, чтобы органы юстиции высшего звена больше внимания уделяли интерпретации законодательства и давали указания нижестоящим органам, с тем чтобы их решения были более обоснованными. Необходимо способствовать тому, чтобы ФКЦБ более решительно использовала свое недавно полученное право применять санкции против нарушителей закона и получила дополнительные полномочия с тем, чтобы обеспечить реализацию принципа равенства сторон.

5. Юридическое удовлетворение интересов акционеров – это не единственный путь защиты прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций. Более значительную роль должны играть саморегулирующие организации участников рынка и фондовые биржи. Положение всех этих структур было сильно подорвано в результате финансового кризиса 1998 г. Они должны больше работать над тем, чтобы обеспечить единство рынка ценных бумаг, способствовать усилению надежности участников этих организаций и других структур. Этому может содействовать более тщательная и ответственная работа специализированных фирм, например, юридических, аудиторских и бухгалтерских, по анализу уставных документов, нормативных актов, финансовой отчетности, балансов и контрактов компаний. Общественность и, в особенности, средства массовой информации могут стать мощным средством формирования у общества понимания проблем корпоративного управления и обеспечения внешнего контроля над деятельностью компаний.

6. Важно отметить, что корпоративный сектор России должен убедиться в том, что расширение внешнего финансирования, как со стороны национальных, так и международных инвесторов, является ключевым источником будущего роста и развития экономики. «Увод» активов, трансфертное ценообразование, «размывание» акционерного капитала и другие сделки с заинтересованными лицами придают российским компаниям неблагоприятный имидж. С этой точки зрения приобретение руководством крупных российских компаний все более крупных пакетов акций могло бы потенциально послужить основой для повышения роли акционеров в этих компаниях. Создаются стимулы для того, чтобы компании принимали на себя публичные обязательства и соизмеряли свою деятельность в соответствии с международно признанными принципами корпоративного управления на основе соблюдения прав акционеров и равного отношения сторон.

7. Реформа системы корпоративного управления оказывает чрезвычайно большое позитивное воздействие на экономику и общество. Соединение в системе корпоративного управления огромного количества структур, задействованных в частном и государственном секторах экономики, позволяет ей стать мощным генератором изменений, которые могли бы оказать влияние на многие стороны общественной и частной жизни. Вместе с тем, результаты реформы системы корпоративного управления не могут проявиться немедленно, поскольку, в конце концов, они затрагивают культуру управления. Предстоящую работу в рамках Круглого стола, встречи для развития диалога между его участниками, подготовку Белой книги и аналитические исследования можно будет использовать с тем, чтобы помочь держать рассматриваемую проблему в центре процесса реформ столь долго, насколько это необходимо для изменения культуры управления.

Участники заседания с интересом обсудили будущие направления работы в рамках Круглого стола и приняли предложенную рабочую программу, согласовали цели и план действий на 2000 г. (при условии надлежащего финансирования):

- Подготовить и разослать для обсуждения проект Белой книги, содержащей детальные рекомендации по развитию системы корпоративного управления в России на основе Принципов корпоративного управления ОЭСР. Первый вариант Белой книги будет обсуждаться в октябре 2000 г.
- Провести третье заседание Круглого стола в октябре 2000 г., уделив основное внимание на проблемах «прозрачности» и раскрытия информации. В ходе обсуждения будет рассмотрен порядок проведения внутреннего и внешнего аудита, а также выполнение правил и законов, регулирующих порядок раскрытия информации и их влияние на рынок и экономику в целом.
- В течение последующих 12 месяцев провести анализ реструктуризации компаний в промышленности России, осуществляемой путем слияний и реорганизации в связи с процессом банкротства.
- Способствовать тому, чтобы мероприятия крупнейших российских компаний в области совершенствования системы корпоративного управления проводились четко и последовательно.
- Оказать содействие в создании вебсайта по корпоративному управлению для России (в течение первой половины 2000 г.), с тем чтобы способствовать распространению информации о системе корпоративного управления для России.
- Оказать Высшему арбитражному суду содействие в вопросе публикации его решений и комментариев.

В данной записке сделана попытка обобщить наиболее важные проблемы политики в области корпоративного управления, которые рассматривались в ходе обсуждения и в представленных на заседании материалах, и сделать некоторые основные выводы. Материал подготовлен по поручению Секретариата ОЭСР и будет использован при подготовке первого раздела проекта Белой книги.

II. Основные результаты: выводы и рекомендации

Условия и инфраструктура защиты прав собственности

8. Обсуждение проблемы прав акционера началась с анализа условий и инфраструктуры обеспечения прав собственности в России. Участники дискуссии рассмотрели правила и порядок регистрации права собственности и передачи акций, а также роль регистрирующих органов, депозитариев, кастодиальных и клиринговых агентств в процессе регистрации. В ходе дискуссии выявились некоторые основные ограничения в реализации права собственности.

9. ПАРТАД – саморегулирующаяся организация, занимающаяся контролем над деятельностью профессиональных регистраторов и депозитариев, призвана оказывать содействие ФКЦБ в вопросе контроля за соблюдением правил продажи и отчуждения в иной форме ценных бумаг. Главным препятствием для эффективной работы является отсутствие координации между государственными институтами, занимающимися обеспечением указанных прав, и организациями, непосредственно работающими на рынке. Это привело к противоречиям в действующем законодательстве и процедурах. Для ПАРТАД и ФКЦБ важно продолжать работу по упорядочению процедур и усилению надзора за деятельностью специализированных компаний и консультироваться с этими компаниями.

10. В прошлом случаи манипуляций и мошенничества с реестрами компаний были возмутительными: они подвергали опасности эффективный процесс передачи собственности и подчеркивали профессиональную безответственность. Проблема не решена до сих пор, в особенности, в регионах. В настоящее время компании с числом акционеров менее 500 имеют право самостоятельно вести реестр. Предлагалось внести поправки в законодательство, предусматривающие, что акционерные компании должны передать свои реестры специализированным независимым регистраторам. Предполагается, что это сократит возможности для манипулирования реестрами, обеспечит более жесткий порядок их ведения и сократит время на совершение сделок с ценными бумагами. Позитивным является тот факт, что ПАРТАД предпринимает меры по совершенствованию процедуры мониторинга работы специализированных компаний и вводит новые требования с целью повышения профессионального уровня их деятельности.

11. Технические ограничения, задержки и отсутствие унифицированного порядка расчета по сделкам с ценными бумагами сдерживают эффективный процесс регистрации права собственности и поэтому понижают ликвидность рынка. Внедрение электронных средств перевода и регистрации ценных бумаг может значительно улучшить ситуацию. В сентябре 1999 г. группой основных компаний-регистраторов, на долю которых приходится до 70% рынка «голубых фишек», был создан Центр агентов по трансфертам. Ожидается, что это сократит затраты на совершение сделок, повысит «прозрачность» расчетов и эффективность сделок между депозитариями за счет планируемой установки электронной сети, которая свяжет все существующие компании-регистраторы. Как представляется, это будет первым шагом в создании необходимых технологических условий для создания центрального депозитария.

12. На протяжении последних нескольких лет многие инвесторы выразили желание увидеть создание в России центрального депозитария, призванного повысить эффективность реализации прав собственности и системы регистрации, снизить затраты и сократить время на совершение сделок. Предыдущие попытки создать центральный депозитарий закончились неудачей из-за отсутствия поддержки со стороны правительства. Специализированные компании, работающие на рынке, по-прежнему разделены по институциональному статусу центрального депозитария и по его конкретным функциям. Однако, по всей вероятности, все понимают, что центральный депозитарий мог бы значительно повысить эффективность работы системы и свести к минимуму количество злоупотреблений.

13. ФКЦБ разработала порядок создания централизованной базы данных – «Центрального депозитария данных», который вступит в силу в июле 2000 г. Новое центральное агентство будет собирать и обрабатывать информацию по рынку ценных бумаг, например, квартальную и годовую финансовую отчетность, а также отчет о соответствии. В принципе, это позитивный шаг. Однако, еще предстоит увидеть, насколько создание централизованной базы данных сможет устранить существующую уже долгое время озабоченность инвесторов относительно нерегулярно поступающей и неточной информации.

Порядок проведения годового общего собрания акционеров (ГОСА)

14. На заседании был рассмотрен порядок проведения годового общего собрания акционеров (ГОСА), а также проблемы представительства акционеров и порядка голосования в России. Основное внимание в ходе дискуссии уделялось главным недостаткам системы оповещения и регистрации участников ГОСА, правилам и порядку голосования, механизму представительства по доверенности и голоса не принимающих участие в собрании.

15. Акционеры должны иметь право принимать активное участие в собрании и получать достаточно информации относительно фундаментальных изменений в компаниях. Так же как и большинство современных корпораций во всем мире, многие крупные российские компании, такие как Газпром и ЕЭС сталкиваются с проблемой взаимоотношений с тысячами акционеров и, в том числе, - в связи со значительными структурными изменениями в компании. В российском Законе о компании содержатся детальные правила, регламентирующие порядок созыва и проведения ГОСА, которые, как представляется, соответствуют международным нормам. Однако, на практике отмечаются определенные систематические нарушения этого порядка. Наиболее распространенные нарушения – несоблюдение должного порядка извещения акционера о месте и времени проведения собрания или вообще не предоставление информации о его проведении, а также о повестке дня.

16. На заседании было представлено два примера, которые иллюстрируют проблему участия акционеров в собрании – относящихся к Сургутнефтегазу и Юкосу. В случае с Юкосом – второй по величине нефтяной компании в России – руководство компании обвинили в намеренной задержке рассылки бюллетеней для голосования и другой документации, которую акционеры часто получали уже после проведения собрания. Ранее компания согласилась внести изменения в свой устав, перевести активы и провела закрытую подписку на акции своей дочерней нефтяной компании в пользу офшорных компаний без ведома акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций. Последним препятствовали участвовать в общем собрании путем комбинирования задержек с высылкой информации о его проведении и надуманных процедурных мотивов.

17. Для того, чтобы помочь компаниям и акционерам лучше понять юридические требования до собрания порядок проведения ГОСА должен быть более четким и заблаговременно понятным всем заинтересованным сторонам. Важную роль в широком распространении информации о проведении общего собрания, включая место, дату и время его проведения и повестку дня, играют средства массовой информации и специализированные журналы. Для обеспечения более широкого участия акционеров в собрании компании должны назначать место его проведения в неотдаленных районах. Также важно, чтобы компания должным образом определила правила, порядок ведения собрания и проведения голосования, чтобы акционеры имели четкое представление о принятых процедурах. Увеличение периода заблаговременного извещения акционеров о проведении собрания до 30 дней, принимая во внимание большую протяженность России и задержки с доставкой почтовых отправок, позволит акционерам принимать решения на основе большего объема информации.

18. Открытый и справедливо организованный механизм голосования по доверенности и голосования отсутствующих может внести большой вклад в совершенствование системы корпоративного управления в России, давая возможность акционерам участвовать в принятии решений. Учитывая растущее значение иностранных акционеров, во многих странах ОЭСР наблюдается динамичный процесс совершенствования системы голосования по доверенности. Этот процесс включает ослабление требований в отношении часто весьма обременительной процедуры нотариального удостоверения доверенности в стране, где компания зарегистрирована. Среди акционеров становятся очень популярными безопасные электронные средства голосования, и компании приветствуют подобный эффективный с точки зрения затрат метод. Поскольку

электронная почта не очень распространена в некоторых регионах России, компании могут также стремиться увеличить период обработки бюллетеней, полученных по почте.

19. Некоторые российские компании разместили акции на международных рынках капиталов с использованием Американских депозитарных расписок (АДР) и Глобальных депозитарных расписок (ГДР). Однако, имеется озабоченность тем фактом, что иностранные депозитариі в своей контрактной практике не консультируются с акционерами перед тем, как выдают доверенности руководству компаний. В российских условиях это – весьма спорная практика, которая лишает инвесторов и так тяжело доставшегося им права голоса. В странах ОЭСР нарастает тенденция к изъятию из законодательства положений, которые автоматически позволяют кастодиальным компаниям голосовать по акциям своих бенефициаров. Меняются правила, которые теперь предусматривают, что кастодиальные компании обязаны информировать акционеров относительно вариантов использования ими права голоса. По мере того как программы АДР станут в России более популярными, можно будет внедрить механизм, в соответствии с которым иностранные депозитариі должны будут консультироваться с акционерами перед тем, как автоматически передавать право голоса.

Раскрытие информации об аффилированных лицах

20. Раскрытие информации об аффилированных лицах акционерных компаний является одним из ключевых моментов равноправного положения акционеров. Структура собственности и контроля должна быть полностью прозрачной, что позволит акционерам, не владеющим контрольным пакетом акций, должным образом оценить, как осуществляется контроль над компанией и определить свой интерес в обеспечении финансирования акционерного капитала. Для устранения недостатков в законодательстве вносились предложения по изменениям и дополнениям в Закон о компании и в Закон о ценных бумагах. Однако постоянные изменения и отсутствие координации в подходах различных государственных институтов создали достаточно противоречивую систему регулирования. Подобные часто противоречивые, положения, которые разбросаны по различным законодательным и подзаконным актам, привели к серьезным трудностям в их применении на практике и не дают возможности обеспечить исполнение законов. Часто возникает путаница из-за непонятных требований, которые могут поставить в тупик инвесторов. ФКЦБ стремится продолжать работу с соответствующими структурами правительства и Государственной думы по подготовке изменений к законодательным актам с тем, чтобы они соответствовали предъявляемым требованиям и выполнялись на практике.

21. В соответствии с российским законодательством компании обязаны предоставлять информацию об акционерах, владеющих 5% и более акций или голосов, однако определение аффилированного лица в законодательстве России довольно неопределенное. Информация об аффилированных лицах не всегда бывает точной и полной, поскольку предоставление отчетности практически целиком зависит от доброй воли этих лиц, которые обязаны сообщать компании о покупке акций. Недавно принятый ФКЦБ документ об аффилированных лицах призван закрыть лазейки, имеющиеся в Законе о компании, который не мог эффективно работать до тех пор, пока в Законе о конкуренции не было дано определение аффилированных лиц и пока Комиссия не определила порядок представления отчетности по этим лицам. В соответствии с указанным порядком компания и ее руководство обязаны вести реестр аффилированных лиц и представлять о них информацию по просьбе акционера, а в течение 10 дней – о ценах ниже затрат на производство продукции. Принятие проекта Закона об аффилированных лицах позволит подкрепить это положение, что может стать важным шагом в расширительном толковании определения аффилированного лица и даст больше полномочий органам регулирования в области прекращения незаконных сделок. Еще предстоит увидеть, будут ли установлены санкции за нарушение упомянутого порядка.

Случаи злоупотребления сделками с заинтересованными лицами: «увод» активов и «размывание» акционерного капитала

22. Особенно большие проблемы возникают в России в связи со сделками с заинтересованными лицами и крупными сделками (т. е. сделками, в которых задействована большая часть активов компании, независимо от того, кто является стороной по этой сделке). В Законе о компании предусмотрена необходимость одобрения крупных сделок акционерами (или единогласно – Советом директоров, если сумма сделки

превышает 50% балансовой стоимости имущества компании). Однако, указанные положения не четко сформулированы и не предусматривают санкций за нарушение порядка одобрения сделок. Примеры Юкоса, Выксинского металлургического комбината и Сибнефтегазпереработки (СНГП) являются иллюстрацией наиболее распространенных злоупотреблений в области заключения сделок с заинтересованными лицами и крупных сделок. Указанные компании стремились «размыть» долю акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, за счет организации новых эмиссий акций, используя при этом лазейку в законодательстве о компании, которая позволяет обойти право акционера на преимущественную покупку акций. Например, Выксинский металлургический комбинат произвел размещение новой эмиссии акций в сумме, равной 82% уставного капитала компании, по закрытой подписке. При этом акционеры, не владеющие контрольным пакетом акций, не были проинформированы о данной сделке. Получила также широкое распространение и практика «увода» активов через механизм сделок с заинтересованными лицами. Иллюстрацией этому служит деятельность СГНП: компания перевела значительные денежные потоки, которые, по всей вероятности, контролировались акционерами, владеющими контрольным пакетом акций, с аффилированной фирмы на новую компанию.

23. Учитывая широко распространенную практику использования офшорных компаний для перевода активов или денежных потоков на аффилированные компании (т. е. подконтрольные руководству компаний или крупным акционерам), министерства и ведомства России могли бы рассмотреть вариант упрощения процедуры юридического удовлетворения претензий компаний и акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций. Одним из вариантов могла бы стать возможность аннулирования сделок с аффилированными лицами на основе косвенных доказательств, когда сторона по сделке является просто инструментом для данной компании, и факт использования ею собственности для извлечения выгоды не может быть удостоверен.

24. Другим ключевым правом акционера, не владеющего контрольным пакетом акций, является право продать акции компании, если фундаментальные изменения в компании производятся без их согласия. Однако, как показывает практика, это право сложно реализовать без наличия механизма независимой оценки стоимости акций, который обеспечивает возможность получения акционером справедливой цены, по которой производится выкуп акций. В большинстве случаев руководство компании предлагает выкупить акции у лиц, желающих выйти из собственников компании, по ценам, которые основаны на сильно заниженной стоимости, определенной независимыми оценщиками. Шагом в правильном направлении было бы создание условий, при которых независимые оценщики могли бы проводить непредвзятую оценку справедливой рыночной цены акций. Этот шаг можно было бы сделать, используя те же инструменты, которые заложены в принятом в 1999 г. Законе о защите прав инвесторов, в соответствии с которым оценщики несут ответственность за неточную или неправильную информацию в материалах о деятельности акционерного общества. В некоторых странах ОЭСР предусмотрено, что определение цены выкупа акций в случае «выталкивания» акционера из компании или в случае слияния компаний может производиться специальным арбитром, услуги которого оплачивает компания. В результате была выработана быстрая и надежная процедура, которая реализуется с разумными затратами. Преимуществом в данной процедуре для компании является то, что правомерность фундаментальных изменений в компании, которые являются причиной продажи акций, не рассматривается, решается вопрос только о цене выкупа акций. Для России эта практика может быть полезной, поскольку она предлагает механизм объективной и справедливой оценки стоимости акций.

25. В России многие инвесторы испытывают разочарование при попытке совершенствования системы корпоративного управления с целью ограничить практику совершения сделок с аффилированными лицами в компаниях с большой долей государственной собственности. Роль государства как главного акционера многих крупных компаний – весьма проблематична, поскольку руководство этих компаний часто оказывает большое влияние на представителей государства в Совете директоров. В настоящее время предсказать, как государство будет управлять своей собственностью, практически невозможно. Во многих странах ОЭСР прослеживается четкая тенденция к тому, чтобы использовать государственные компании в качестве инструмента для достижения большей прозрачности мероприятий в области корпоративного управления. В результате – государство как управляющий коммерческими активами должно стать наиболее прозрачным собственником имущества. Единственным средством достижения этой цели является назначение

независимых членов совета директоров. Более того, проведение приватизации наиболее прозрачными средствами является очень важным обстоятельством для России, поскольку это позволит изменить представление о том, что инсайдерские сделки превалировали как средство распоряжения государственной собственностью.

Юридические средства защиты прав акционеров

26. Хотя органы регулирования должны защищать интересы всех акционеров от возможного лишения их права собственности на имущество, подобные сделки неизбежно случаются. Вследствие этого, ключевым моментом в формировании общей атмосферы доверия инвесторов является создание адекватного механизма юридической защиты нарушенных прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, причем этот механизм должен работать с разумными затратами и без чрезмерных задержек. Его влияние – гораздо значительнее, чем простое судебное разбирательство, поскольку он создает и формирует атмосферу доверия к системе корпоративного управления.

27. В российском Законе о компании предусмотрено несколько вариантов использования средств юридической защиты прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций. Среди них – оспаривание решения, принятого на общем собрании акционеров, возможность требовать аннулирования крупной сделки и направление иска о признании недействительной сделки, в которой имеется конфликт интересов. У акционеров, владеющих минимум 1% простых акций имеется также возможность подачи «производного» иска (т. е. иска от имени компании против ее руководства). Однако, с вынесением судебных решений и их выполнением имеются большие сложности.

28. В суде принимаются только документально подтвержденные доказательства, что достаточно редко можно представить, учитывая ограниченную возможность получения акционерами документов и отсутствие у руководства компании стремления к сотрудничеству. Более того, постоянно говорят, что акционер часто проигрывает иск в суде первой инстанции. Считается, что это происходит в результате сочетания давления местных властей и – иногда – коррупции. Настойчивый акционер, имеющий сильные позиции, имеет возможность добиться справедливого решения суда в апелляционной инстанции. Однако, судебные слушания на трех уровнях судебных инстанций могут продолжаться годами. На конечной стадии исполнение решения суда, как известно, сталкивается с рядом проблем, поскольку за исполнение решения несет ответственность тот же суд первой инстанции, в котором проходило слушание дела. Хотя решения уже приняты по большому количеству дел, до сих пор отсутствует информация об исполнении решения суда о компенсации ущерба, нанесенного акционерам. Для того, чтобы усилить влияние Высшего арбитражного суда на решение судов низшей инстанции, было бы полезно разработать основные принципы, которые давали бы разъяснения тех положений законодательства, которые сформулированы недостаточно четко. Это позволит судьям придерживаться более обоснованного подхода при вынесении решений.

29. Реализация положений Закона о компании, предусматривающих защиту интересов акционеров при незаконных действиях или злоупотреблениях, допущенных советом директоров или руководством компаний, также недостаточно четко определена. Не ясно, кто имеет право подавать «вторичный» иск. Более важным является то, что недостаточно понятно сформулированы обязанности совета директоров и руководства компании. Совершенствованию юридической практики в данной сфере будет способствовать формулирование фидуциарных обязанностей руководства компании. Необходимо также предусмотреть уголовную ответственность за злоупотребления в области коммерческой собственности и за другие нарушения, как это имеет место в некоторых странах ОЭСР.

30. Вызывает тревогу интерпретация положений закона касательно защиты прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, которую давали суды в ходе последних разбирательств. Было решено, что суд может утвердить оспариваемое решение в случаях, когда распределение голосов не повлияло бы на решение общего собрания, если не имеет место нарушение закона нанесение материального ущерба и если решение не наносит ущерба акционеру. Это создает опасный прецедент в случаях защиты юридических интересов акционеров и может отправить ложный сигнал в отношении трактовки законодательства и тем, кто совершает злоупотребления, и тем, чьи интересы нарушены.

31. Долгосрочные перспективы совершенствования системы корпоративного управления могут реализоваться только тогда, когда институциональные структуры достаточно развиты. Суды и, в особенности, Высший арбитражный суд, должны стать центром больших усилий по формированию соответствующей институциональной структуры, поскольку это является ключевым моментом в восстановлении доверия акционеров к рыночной среде в России. Это включает полную публикацию выраженных в письменной форме мнений и решений, наличие более высоко оплачиваемых судей и более четкое определение сферы полномочий в отношении дел, проходящих в связи с коммерческим правом. Эти полномочия в настоящее время относятся и к судам, занимающимся гражданским судопроизводством, и являются непродуктивными.

32. Изменения в законодательной сфере, которые произошли в прошлом году, значительно повысили возможность получения юридической защиты в случаях нарушения прав акционеров. Закон о защите прав инвестора 1999 г. является шагом в правильном направлении, т. к. в нем предусмотрено, что ФКЦБ может подавать иски и начинать судебные процедуры от лица отдельных акционеров или государства в случаях нарушения их прав. В работе Комиссии оказывают содействие саморегулирующиеся организации, такие как ПАРТАД и НАУФОР, которые сейчас имеют право проводить расследование случаев нарушения прав акционеров со стороны, соответственно, держателей реестров, депозитариев, кастодиальных компаний и брокеров. Хотя в российском законодательстве специально не оговаривается подача коллективных исков, акционеры в ходе рассмотрения дела в апелляционной инстанции имеют возможность подать коллективную жалобу, а также подать в ФКЦБ коллективную претензию. Комиссия также передала ряд дел на рассмотрение суда и выиграла более 80% дел. Однако, по сравнению с аналогичными организациями в странах ОЭСР ФКЦБ обладает все еще сравнительно небольшим набором инструментов и незначительными институциональными возможностями для того, чтобы добиваться исполнения законов. Важно, чтобы новое руководство продолжало работу по укреплению своей независимой позиции как органа регулирования данной сферы с целью совершенствования системы защиты прав акционеров и обеспечения их равноправного положения. Для успешного выполнения данной задачи ФКЦБ должна располагать адекватными ресурсами.

Правила, касающиеся единого рынка ценных бумаг

33. Другая злободневная проблема – это инсайдерские сделки и правила, касающиеся единства рынка ценных бумаг. Правила совершения инсайдерских сделок способствуют совершенствованию функционирования рынка за счет предоставления равной информации всем инвесторам. Российский Закон о ценных бумагах запрещает проведение инсайдерских сделок, однако выполнение этого требования весьма проблематично. Это не удивительно, учитывая, что отслеживать и получать доказательства по подобным нарушениям чрезвычайно сложно. Тем не менее, важно подать инвесторам сигнал, что инсайдерские сделки находятся под контролем.

34. Широкое распространение инсайдерских сделок в переходной экономике таких стран как Россия усиливает и обратный эффект. Вследствие больших дисконтов, которые требуют инвесторы на внутреннем рынке капитала, хорошие компании вынуждены уйти. Роль рынка ценных бумаг как инструмента корпоративного финансирования и распределения финансовых ресурсов остается незначительной. В условиях, когда отсутствует эффективно работающий банковский сектор, такое долговременное ослабление рынка ценных бумаг может ограничить для крупных российских компаний доступ к внешним источникам финансирования.

35. Негативным фактором является невозможность обеспечить выполнение норм законодательства относительно инсайдерских сделок. Однако, еще больше разочаровывает отсутствие до настоящего времени прогресса в повышении способности участников рынка и их специализированных саморегулирующихся организаций организовать свою собственную систему контроля за соблюдением единства рынка и направить свои усилия на выравнивание условий работы на рынке. Возможность выживания и процветания именно этих организаций зависит от совершенствования системы корпоративного управления даже в краткосрочном плане. Недавние изменения в законодательстве дают им возможность сыграть лидирующую роль в данном вопросе и они имеют возможности полностью воспользоваться результатами данного процесса. Помимо случаев явных нарушений законодательства эмитентами акций, которые становятся

известными из средств массовой информации, в результате прямых заявлений, лоббистской деятельности в парламенте и других административных действий, инвестиционным посредникам необходимо самим наводить порядок в собственном доме.

36. Центральную роль в рассматриваемом процессе должны играть также фондовые биржи, поскольку они наделены правом оказывать давление на компании, обучать их правилам работы и тому, как эти правила соблюдать. В интересах бирж обеспечить справедливую и открытую работу на рынке, что повысит ликвидность активов в России. Более прозрачный рынок будет способствовать более эффективной работе ценового механизма и повысит ликвидность рынка, от чего биржи только выиграют. Однако, это потребует дальнейшего продвижения по пути консолидации российских бирж. Руководство фондовых бирж может содействовать интегрированности рынка за счет ужесточения требований к листингу и более тщательному отслеживанию манипуляций с ценами. Они могут также занимать более активную позицию в применении санкций, таких как отстранение от торговли на бирже и исключение из листинга. В некоторых странах ОЭСР биржи выиграли в результате введения системы торговли в режиме реального времени. Продажа в России информации о торговле в режиме реального времени по низким ценам позволит сократить задержки по времени, расширить возможности общественности в мониторинге рынка и сократить нарушения правил предоставления отчетности. Можно также предусмотреть ужесточение норм, определяющих гражданскую ответственность за манипулирование ценами.

Стратегия и стимулы деятельности компаний

37. Акционеры также должны занять более активную позицию при защите своих прав. Существует опасение, что по мере развития рыночных отношений и повышения котировок акций в России инвесторы будут менее заинтересованы в предании гласности нарушений в области корпоративного управления. С этой точки зрения важным событием является создание в октябре 1999 г. Координационного центра по защите прав инвесторов – оно свидетельствует о стремлении компаний и организаций, работающих на рынке ценных бумаг, поставить проблему корпоративного управления в центр мероприятий по проведению реформ. Ассоциации акционеров в странах ОЭСР доказали свою способность быть мощным инструментом в вопросе выведения инвесторов на рынок и их обучения специфике работы на рынке. Обнадеживает тот факт, что в России частные организации, такие как упомянутый Центр в настоящее время имеют больше возможностей поддерживать акционеров, если те предпринимают юридические действия против нарушителей закона.

38. Некоторые крупные российские компании начинают понимать, что «размывание» доли акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, и сделки с заинтересованными лицами подрывают доверие к российскому рынку, не дают ему нормально развиваться и затрудняют доступ к внешним источникам финансирования. В случае с компанией «Юкос» акционеры использовали несколько имеющихся в их распоряжении возможностей совместно защитить свои права в рамках Программы НАУФОР по защите прав инвесторов. Это был первый случай, когда портфельные инвесторы объединились для защиты своих прав. В последствии, для восстановления своего имиджа компания «Юкос» выкупила акции у некоторых акционеров по справедливой цене. С тех пор компания «Юкос» предпринимала попытки улучшить свои отношения с акционерами. Случай с Выксинским комбинатом, когда крупные изменения в компании произошли без согласия акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, показывает насколько эффективными могут быть совместные действия акционеров. Понимая важность сохранения доверия инвесторов, компания урегулировала разногласия с акционерами во внесудебном порядке и согласилась выкупить акции по рыночной цене.

39. Кроме того, компании начинают понимать, что денежные потоки, которые генерированы в 1999 г. и определяются преимущественно низким курсом рубля и конкурентоспособностью экспортной продукции, не устойчивы, и для удовлетворения своих потребностей в инвестициях они должны обращаться к внешним источникам финансирования. Учитывая, что крупные российские компании начинают анализировать возможности для совершенствования взаимоотношений с акционерами, именно сейчас наступило время для того, чтобы у руководства появились надлежащие стимулы, заставляющие их лучше понимать ценность акционеров. В странах ОЭСР используются различные методы, в том числе возможна «привязка» оценки результатов работы руководства компании к котировкам акций.

40. Объем прямых и портфельных иностранных инвестиций в России далеко не соответствует потенциальным возможностям. В странах ОЭСР иностранная собственность оказала позитивное влияние на то, как компании относятся к своим акционерам, совершенствуя систему защиты прав акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций и всю систему корпоративного управления в целом. Хотя по мере улучшения макроэкономической ситуации в России некоторые инвесторы вернутся на рынок, наиболее осторожным (и более богатым) крупным иностранным институциональным инвесторам потребуются четкие заверения, что руководство компаний или акционеры, владеющие контрольным пакетом акций, не лишат их капитала. Для того, чтобы способствовать их приходу (или возвращению) на некоторые развивающиеся рынки, в том числе – в Россию, некоторые рейтинговые агентства в настоящее время создают рейтинговые системы по корпоративному управлению. Другим важным фактором, способствующим привлечению иностранных инвестиций, стали бы четкие обязательства, взятые на себя крупными российскими компаниями о том, что они в настоящее время готовы придерживаться принятых на международном уровне норм в наиболее прозрачной для контроля форме, и тем самым хотят перевернуть страницу, для которой были характерны нарушения принципов корпоративного управления, которые имели место в прошлом.