

Круглый стол ОЭСР по корпоративному управлению
в России -- технический семинар 30 марта 2012 г.

Роль биржи в формировании стандартов корпоративного управления

Олег Швырков, Ph.D.
Директор, Deloitte CIS

Конкурентная стратегия бирж: открытость или избирательность?

- Глобальная конкуренция бирж -- две позиции:
 - «гонка вниз» -- состязательное снижение стандартов
 - «гонка вверх» -- борьба за доверие инвесторов
- Академические исследования склоняются ко второй позиции (DKS, 2009): в долгосрочной перспективе, выигрывают те биржи, которым доверяют инвесторы.
- На развивающихся рынках, наиболее успешные стратегии бирж заключались в обеспечении защиты инвесторов на уровне, превышающем стандарты развитых рынков.
- Тем не менее:
 - Премиальные сегменты не являются автоматически успешными (Neuer Markt)
 - Нерегулируемые сегменты могут играть важную нишевую роль, дополняя сильные традиционные рынки (AIM, Alternext)

«Мягкое» регулирование :

Comply or Explain (CoE)

- Идеология CoE: все компании разные, важнее соблюдать дух, чем букву принципов. Дисциплину соответствия обеспечивает рынок.
- Исследования эффективности CoE:
 - в Великобритании – неплохие результаты, несмотря на низкую эффективность рыночных механизмов.
 - В Германии и Италии итоги неоднозначны. Привычка компаний к «твердому» регулированию делает их менее восприимчивыми к «мягкому».
- Современные тенденции:
 - Сфера применения CoE в Великобритании сузилась после реформы листинга в 2008
 - В Германии несколько принципов перешли в разряд «твердого» регулирования

Comply or Explain в Турции

- СоЕ в отношении Принципов КУ Комиссии по рынкам капитала (с 2005); более 100 критериев
- Биржевой Индекс КУ включает компании с рейтингом соответствия не ниже 7/10.
- Итог: регулирование мало повлияло на публичные компании. Согласно Арарат(2011), в 2008 г.:
 - Независимые директора всего в 16% компаний
 - Ни в одной компании нет 1/3 независимых директоров
 - Ни одна компания не применяла кумулятивное голосование
 - Сохранились особые права номинирования для основателей
- TurkTelecom: рейтинг “8.27” (2010) -- без единого независимого директора
- За 2,5 года Индекс КУ отстал от базового индекса XU100 на 5%.

Система добровольного присоединения

- Система добровольного присоединения к нормам рыночных сегментов является альтернативой CoE
- Преимущества:
 - Уровень листинга -- отчетливый сигнал качества эмитента
 - дисциплина соблюдения: механизм делистинга
 - сегментирование потребностей эмитентов и инвесторов
- Премиальные сегменты корпоративного управления:
 - Deutsche Borse (Neuer Markt)
 - BOVESPA (Novo Mercado)
 - LSE (Premium)
 - Philippine Stock Exchange (Maharlika Board)
- Альтернативные биржевые сегменты:
 - LSE (AIM)
 - Euronext (Alternext)
 - Toronto Stock Exchange (Venture Exchange)
 - Warsaw Stock Exchange (New Connect)

Система премиальных сегментов BOVESPA

- По инициативе биржи в 2000 г. создана система премиальных сегментов. Базовые подходы :
 - Осознание недостатков корпоративного управления как ключевой проблемы финансового рынка Бразилии
 - Диалог с международными портфельными инвесторами при формировании критериев
 - Компактный перечень первоочередных, реалистичных требований к эмитентам
- Основные проблемы регулирования:
 - Преобладание неголосующих акций в обращении (до 66% капитала – привилегированные акции)
 - Обязательное предложение только для обыкновенных акций
 - Низкая прозрачность компаний
 - Слабая судебная система
- Бразилия в 2000: отток эмитентов и ликвидности на NYSE, низкая ликвидность, нет рынка IPO/SPO

Листинговые требования BOVESPA

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

Novo Mercado: итоги

- Оживление рынка:
 - Рост числа IPO, пик -- 64 в 2007 г. Более 70% IPO – в сегменте Novo Mercado, 14% -- на Nivel 2.
 - Популярность новых сегментов: к середине 2011 г., 123 компании на Novo Mercado, 18 в Nivel 2, 30 на Nivel 1. В премиальных сегментах -- 35% эмитентов, 65% капитализации, 80% объема торгов, 75% сделок.
 - Большинство национальных компаний с иностранными листингами провели кросс-листинг на BOVESPA.
- IPO BOVESPA в окт. 2007 -- 3,7 млрд. долл.
- Динамика рынка подтверждает релевантность критериев премиального листинга:
 - Индекс IGC включает все компании премиальных сегментов; последовательно опережает индекс широкого рынка IBOVESPA. За 10,5 лет доходность 568% и 290% соотв.
- Значительное влияние на практику корпоративного управления публичных компаний, несмотря на узкий перечень критериев

Зарубежный опыт: выводы

- Низкие требования к корпоративному управлению не являются конкурентным преимуществом биржи
- Подход Comply or Explain не является универсально эффективным, особенно в странах с традицией твердого регулирования
- Стимулы в виде отличительных обозначений имеют спорную эффективность
- Успешные прецеденты регулирования корпоративного управления имеют ряд общих черт:
 - *Компактный перечень приоритетных и реалистичных критериев*
 - *Внимание к особенностям правового и ценнобумажного регулирования*
 - *Привлечение международных портфельных инвесторов к диалогу по формированию критериев*
 - *Система премиальных сегментов (иногда – в сочетании с CoE)*
 - *Стабильность/необратимость обязательств*

Российская практика

- Внедрение норм Кодекса корпоративного поведения (2002): необязательная форма СоЕ.
- Ряд норм Кодекса включен в листинговые требования (к акциям):
 - А1, А2: 3 независимых директора, годовая отчетность по МСФО, 25% в свободном обращении
 - Б: 1 независимый директор, 10% в свободном обращении
 - В,И: 1 независимый директор
- Нет требований к промежуточной отчетности, срокам годовой отчетности, раскрытия конечной собственности, консолидированных сделок с заинтересованностью, вознаграждения менеджмента
- Неопределенные требования к внутреннему контролю и аудиту
- Критерии независимости директора нечеткие
- Возможность делистинга
- Всего 37 компаний подпадают под требования А1, А2

Российская практика: заключение

- Действующая система листинга не позволяет убедительно коммуницировать стандарты корпоративного управления компании =>
 - Конкурентное преимущество у зарубежных рынков
 - Слабое влияние на корпоративное управление эмитентов
- Политические амбиции по созданию в России международного финансового центра создают новые возможности для биржи и финансовых рынков:
 - центральный депозитарий
 - реформа законодательства
 - объединение бирж
 - планы по приватизации госкомпаний
- Биржи не озвучивали планы по реформе листинга в контексте новых возможностей регулирования

Спасибо за внимание!

oshvyrkov@deloitte.ru

oleg.shvyrkov@gmail.com

