



**Институт экономики переходного периода**  
125993, Россия, Москва, Газетный переулок д. 5  
Тел. 229 64 13 Факс 203 88 16 [www.iet.ru](http://www.iet.ru)

---

## **Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления**

**Авторы:**

**Радыгин А.Д. - руководитель исследования**

**Гонтмахер А.Е.**

**Межераупс И.В.**

**Турунцева М.Ю.**

**Москва – Май 2004**



**Институт экономики переходного периода**

<b>СОДЕРЖАНИЕ</b>	<b>ОШИБКА! ЗАКЛАДКА НЕ ОПРЕДЕЛЕНА.</b>
<b>ВВЕДЕНИЕ</b>	<b>6</b>
<b>1. РОССИЙСКАЯ МОДЕЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ: ОТ РЕЦЕПЦИИ К ТОЧНОЙ НАСТРОЙКЕ (НЕСКОЛЬКО ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ УРОКОВ)</b>	<b>9</b>
1.1. Проблемы неэффективного функционирования «переходной системы» имущественных отношений	9
1.2. Корпоративное управление как институциональное соглашение: несколько уроков из опыта России	14
<b>2. ОБЩЕЕ И ОСОБЕННОЕ В МОДЕЛЯХ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ (НА ПРИМЕРЕ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ)</b>	<b>40</b>
2.1. Собственность и управление	40
2.2. Структура акционерной собственности	48
2.3. Концентрация акционерной собственности, трансформация в партнерства и де-листинг	59
2.4. Отделение управления от источников финансирования	66
2.5. Развитость внешних механизмов корпоративного управления	73
2.5.1. Защита основных прав акционеров	73
2.5.2. Рынок корпоративного контроля	87
2.5.3. Прозрачность и раскрытие информации	94
2.5.4. Рынок корпоративных ценных бумаг	106
2.5.5. Банкротства	119
2.6. Внутренние механизмы корпоративного управления (Значимость совета директоров в корпоративной системе)	128
2.7. Некоторые выводы	134
<b>3. НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ: ОПЫТ РОССИИ 2002-2003 ГГ.</b>	<b>145</b>
3.1. Практика внедрения Кодекса корпоративного поведения и оценка его эффективности (восприимчивость компаний).	145
3.2. Прозрачность и раскрытие информации: некоторые новации и их эффективность	157



<b>3.3. Новые правила деятельности организаторов торговли на рынке ценных бумаг.</b>	<b>174</b>
<b>3.4. Ставка на советы директоров (независимых директоров) и их реальные правовые возможности</b>	<b>185</b>
<b>3.5. Дискуссия о финансовых консультантах</b>	<b>194</b>
<b>3.6. Дискуссия о мегарегуляторе</b>	<b>202</b>
<b>3.7. Подходы к обеспечению прозрачности структуры собственности (проблема бенефициарных собственников)</b>	<b>205</b>
<b>3.8. Некоторые выводы</b>	<b>209</b>
<b>РАЗДЕЛ 4. АНАЛИЗ ИЗМЕНЕНИЙ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 1999-2002 ГГ.</b>	<b>221</b>
<i>Общие характеристики выборки</i>	<i>222</i>
<i>Основные гипотезы, проверяемы в ходе исследования</i>	<i>228</i>
<i>Методика статистического анализа</i>	<i>229</i>
<i>Описание полученных результатов</i>	<i>232</i>
<b>Изменение структуры собственности российских предприятий в период с 1999 г. по 2002 г.</b>	<b>233</b>
<b>Изменение некоторых характеристик корпоративного управления российских предприятий с 1999 г. по 2002 г.</b>	<b>235</b>
<b>Изменение уровня корпоративного конфликта на российских предприятиях в 1999-2002 гг.</b>	<b>237</b>
<b>Основные выводы, сделанные в ходе эмпирического исследования</b>	<b>238</b>
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b>	<b>241</b>
<b>БИБЛИОГРАФИЯ</b>	<b>264</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b>	<b>270</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1. РАЗВИТОСТЬ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА И ПРАВОПРИМЕНИТЕЛЬНОЙ ПРАКТИКИ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ</b>	<b>270</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2. НЕКОТОРЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ СТРАН С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ</b>	<b>277</b>



**ПРИЛОЖЕНИЕ 3. ПРАВОВЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ В ОБЛАСТИ  
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ 279**

**ПРИЛОЖЕНИЕ 4. ОСНОВНЫЕ СТАТИСТИЧЕСКИЕ  
ХАРАКТЕРИСТИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ И  
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(1999-2002 ГГ.) 290**



## Введение

Основной целью настоящего исследования является сравнительный анализ ключевых долгосрочных тенденций формирования национальной модели корпоративного управления в странах с переходной экономикой (на отдельных страновых примерах). Применительно к России в работе исследуются также некоторые специфические инструменты корпоративного управления, методы государственного регулирования, выявляются экономические и организационно-правовые ограничения, представлены соответствующие рекомендации применительно к условиям России.

Необходимо заметить, что целый ряд принципиальных для развития национальной модели корпоративного управления вопросов исследовался в 1998-2003 гг.<sup>1</sup>, однако существует необходимость компаративной оценки современных долгосрочных тенденций и экономических предпосылок формирования моделей корпоративного управления в переходной экономике, а также долгосрочных перспектив адаптации национальных стандартов (в контексте общемировой дискуссии о конвергенции классических типов корпоративного управления). Вместе с тем с учетом тенденций унификации и реформы законодательства о компаниях в мире целесообразно оценить адекватность существующих механизмов и стандартов (формально и на практике) вызовам глобализации систем корпоративного управления.

Первый раздел посвящен теоретическим проблемам функционирования неэффективной системы имущественных отношений в переходной экономике. Здесь же представлен обобщенный анализ основных институциональных уроков и проблем, характерных для современного этапа развития корпоративного

---

<sup>1</sup> См., в частности: Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999; Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М., ИЭПП, 2001; Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Турунцева М.Ю. и др. Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М., ИЭПП, 2002; Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М., ИЭПП, 2003.



сектора, даны качественные оценки особенностей и ключевых задач современного этапа.

Второй раздел посвящен компаративному анализу формирующихся моделей корпоративного управления в разных странах с переходной экономикой. Среди проблем, которым уделяется особое внимание при межстрановом анализе, - собственность и управление, структура и концентрация акционерной собственности, отделение управления от источников финансирования, развитость внешних механизмов корпоративного управления, права акционеров, прозрачность и раскрытие информации, эффективность внутренних механизмов корпоративного управления (значимость совета директоров и банков в корпоративной системе).

В третьем разделе анализируются некоторые наиболее актуальные проблемы современного состояния государственного регулирования в корпоративном секторе России. В частности, специальный анализ посвящен таким вопросам, как восприимчивость к новациям Кодекса корпоративного поведения, модификация системы требований к раскрытию информации (прозрачность) корпорациями, новое регулирование организаторов торговли на рынке ценных бумаг (в целом и в контексте обеспечения прозрачности эмитентов), раскрытие информации о структуре собственности (проблема идентификации бенефициарных собственников), роль финансовых консультантов, перспективы введения системы мегарегулирования и др.

В четвертом разделе представлены результаты эмпирического анализа значимых изменений в структуре собственности и корпоративного управления российских предприятий в 1999-2002 гг. В частности, предпринята попытка ответить на вопрос о сохранении тенденций в изменении этих институциональных характеристик предприятий, сложившихся во второй половине 90-х гг.: переход от распыленной собственности к более концентрированной, сокращение доли инсайдеров в структуре акционерного капитала и некоторых других.

В заключении и приложении представлен анализ законодательных новаций в корпоративной сфере (принятых и нерассмотренных Государственной Думой 2000-2003 гг.), приведен комплекс конкретных нормативно-правовых рекомендаций по совершенствованию процедур защиты



прав акционеров в рамках закона «Об акционерных обществах», а также ряд других предложений институционально-правового характера (инфорсмент, предотвращение необоснованных исков (шантаж) эмитента (крупного акционера) и враждебных поглощений с использованием административных и силовых инструментов давления, нарушений требований раскрытия информации, нарушений при реорганизации и консолидации компаний, нарушение процедур проведения собрания акционеров, гарантий регистрации прав собственности инвестора в реестре компании и др.).

Настоящее исследование проведено при поддержке Агентства международного развития США (US AID).



## **1. Российская модель корпоративного управления: от рецепции к точной настройке (несколько институциональных уроков)**

### **1.1. Проблемы неэффективного функционирования «переходной системы» имущественных отношений**

Многочисленные проявления неэффективного функционирования имущественных отношений, обнаруживающихся в посткоммунистических странах после массовой приватизации, порождены отнюдь не особой приверженностью реформаторов каким-либо теоретическим воззрениям, а скорее специфическими проблемами переходной экономики. Речь идет прежде всего о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля, об отсутствии серьезных санкций, которые неизбежно следовали бы за нарушением контрактных прав и прав собственности, о неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полуполюгальных форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения и др.

Как теория прав собственности С.Гроссмана-О.Харта-Дж.Мура<sup>2</sup>, так и новая институциональная теория (Д.Норт, О.Уильямсон и др.) позволяют выявить некоторые источники неэффективности, характеризующей функционирование подобной системы имущественных отношений.

В связи с этим рассмотрим несколько более детально вопрос о последствиях массовой постсоциалистической приватизации. В соответствии с традиционной неоклассической теорией (а также новой институциональной теорией) изменения в структуре имущественных отношений обычно носят эволюционный характер и постепенно осуществляются спонтанным путем. В одной из наиболее известных работ - в статье "К теории прав собственности"

---

<sup>2</sup> См.: Grossman S., Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. - Journal of Political Economy, 1986, 94, 691-719; Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of Firm. — Journal of Political Economy. Vol. 98 (1990), pp. 1119-1158; Hart O. Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press. Oxford. 1995. Более подробно о данных





Х.Демсица - предлагается, например, следующая схема. Резкие изменения относительных цен, прежде всего цен на природные ресурсы, неизбежно порождает ряд "внешних эффектов" (externalities). В ходе последующих операций, связанных с куплей-продажей корпоративной собственности и личного имущества удастся добиться такого изменения структуры собственности, которое обеспечивает "интернализацию" проблем, ранее обнаруживавшихся во "внешних эффектах". Переход к новой структуре собственности обеспечивает более эффективную аллокацию ресурсов. "... Формирование прав собственности можно наилучшим образом понять в том случае, если рассмотреть их связь с появлением новых различных благоприятных или вредоносных эффектов".<sup>3</sup>

Нетрудно видеть, что при таких изменениях институциональное окружение должно предусматривать достаточно четкие "правила относительно изменения правил", по крайней мере, для предвидимых изменений. Вместе с тем сложившееся институциональное окружение должно включать хозяйственные механизмы (в обычных условиях прежде всего рыночные механизмы), способные осуществить такие изменения.

Теоретические модели С.Гроссмана-О.Харта-Дж.Мура по существу согласуются с указанным подходом. Конечные права контроля не могут быть зафиксированы в контракте и превратиться в обычные контрактные права; в некоторых случаях (например, специфические инвестиции и накопление человеческого капитала) это может приводить к тому, что при заданной структуре собственности оптимальное равновесие просто не может быть достигнуто в результате свободной игры конкурентных сил на рынке готовой продукции. Переход к более эффективному использованию ресурсов может обеспечиваться изменением сложившейся структуры имущественных отношений, скажем, на путях объединения владельцев реальных активов и образования компаний или вертикальной интеграции уже существующих фирм.

---

моделях см. также: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999, гл.1.

<sup>3</sup> Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights. - American Economic Review, Vol. 57, 1967, p. 350.



Тем самым в ходе "интернализации" процессов в рамках единой компании удастся решить проблему наиболее эффективного использования ресурсов.

Хорошо известны ограничения, в рамках которых можно рассчитывать на действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза (1960 г.).<sup>4</sup> Тем не менее её выводы сохраняют особую привлекательность для многих экономистов. Ряд экспертов, вырабатывавших рекомендации по вопросам приватизации в странах Восточной Европы, исходил из следующих предположений. На самом деле вопрос о том, кто непосредственно окажется частным владельцем приватизируемого имущества, не столь важен. Цепь рыночных сделок, увеличивающих стоимость приватизируемых активов, в конечном счете сможет обеспечить наиболее эффективное их использование<sup>5</sup>. В российской науке точка зрения, согласно которой действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза, в конечном счете обеспечит благотворные последствия приватизации, поддерживалась многими исследователями.

Как показал Г. Демситц в указанной выше работе, существование четко определенных прав частной собственности является одним из необходимых предварительных условий, делающих возможным эффективное функционирование рыночных отношений. Поэтому результаты действия рыночных сил в начальный период формирования частной собственности могут существенно отличаться от результатов, описываемых теоремой Коуза. Нетрудно видеть, например, что в ситуации, когда система отношений, характеризующих "институциональную упорядоченность", не обеспечивает функционирование обязательств, внушающих доверие, а также более или менее действенный информент контрактных прав и прав собственности, ссылки на

---

<sup>4</sup> Coase R.H. The problem of social costs. Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, N 1, pp. 1-44

<sup>5</sup> См., например: Rapaczynski A. The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights - Journal of Economic Perspectives, 1996, pp. 87-103. Отзвуки подобных взглядов можно найти и у представителей новой институциональной теории. Так, Дж. Найт и Д. Норт утверждают: "В краткосрочном плане менеджеры предприятий, ранее принадлежавших государству, могут стремиться к выбору таких схем распределения прав собственности, которые обеспечивают им большие выгоды, даже если такие схемы оказываются неэффективными по критерию Парето. В долгосрочном плане, однако, если они станут упорствовать, пытаясь сохранить неэффективное, по Парето, распределение прав собственности, давление конкурентных процессов приведет к тому, что их сменят участники, использующие более эффективное распределение прав собственности" (Knight J., North D. Explaining the Complexity of Institutional Change. - The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economics. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, pp. 349 – 354).



теорему Коуза напоминают скорее благие пожелания, чем прогнозы, основанные на сколько-нибудь строгой логике суждений.

Применительно к постсоциалистической экономике существенной модификации требуют теоретические модели С.Гроссмана-О.Харта-Дж.Мура. В ситуации, когда наблюдается массовое неисполнение контрактных обязательств (просроченные платежи по заработной плате, неплатежи поставщикам, налоговые недоимки и т.п.), не влекущее за собой санкций, а владение акциями не обеспечивает участия в корпоративном управлении и принятии решений, размываются различия между контрактными правами и остаточными правами контроля. Заметим, что неисполнение обязательств может распространяться в полной мере и на компенсационные платежи (side payments), которые играют столь важную роль в теоретических моделях Коуза, описывающих эффективное перераспределение прав собственности.

Прежняя социалистическая экономика характеризовалась разительными расхождениями между официально провозглашенными правами собственности ("общенародная собственность", "коллективная собственность") и реальными правами контроля. В постсоциалистической переходной экономике, несмотря на действительно имевшие место серьезные изменения в имущественных отношениях, продолжает сохраняться серьезный разрыв между номинальными и реальными правами собственности, причем в некоторых случаях права реального контроля - "силы", по терминологии Р.Рэдждана и Л.Зингалеса, - сохраняются в руках старой (или пришедшей ей на смену новой) номенклатуры.

В концепции Д.Норта – О.Уильямсона справедливо отмечается, что изменения структуры собственности сами по себе не могут обеспечить повсеместного утверждения обязательств, внушающих доверие. К этому стоит лишь добавить, что лица, осуществляющие реальный контроль над приватизированными реальными активами, во многих случаях отнюдь не заинтересованы в распространении таких обязательств, в появлении жестких санкций за их невыполнение и в реально действующих и свободных от политического вмешательства процедурах банкротства. Поэтому в постприватизационный период реальные права собственности могут постепенно сосредоточиться у тех участников хозяйственного процесса, которые умеют наилучшим образом использовать ситуацию неплатежей, неравного доступа к



правительственным финансовым ресурсам, манипулирования корпоративной собственностью, распространения финансовых пирамид, коррупции, и пр.

Из сказанного следует, в частности, что последовательность приватизации, её формы и темпы проведения оказывают чрезвычайно существенное влияние на структуру складывающихся прав собственности. Опыт развития переходных экономик может служить еще одним подтверждением того, что изменения в структуре имущественных прав в огромной степени зависят от пути, пройденного экономикой (path-dependent).

При этом переход от государственной собственности к частной, в соответствии со стандартными представлениями экономической теории, должен придать приватизированному сектору сравнительно большую динамичность. Реальная задача приватизации, как справедливо отмечает К. Эрроу, состоит не в том, чтобы просто передать ранее существовавшие предприятия и активы в частную собственность, а скорее в том, чтобы постепенно заменить их новыми предприятиями и новыми активами.<sup>6</sup> Не исключено, что интенсивность реальных преобразований структуры отрасли и технологии производства может находиться в обратной зависимости от скорости "формальной" приватизации. Во всяком случае, если исходить из критерия Эрроу, по-видимому, придется заключить, что лишь в некоторых отраслях экономики подлинная приватизация может осуществиться в короткие сроки. Так, в целом реальное обновление производства в ходе российской приватизации по своим темпам существенно уступало аналогичным процессам, осуществлявшимся, например, на территории бывшей ГДР или в Венгрии.

В большинстве стран с переходной экономикой, в том числе России, после проведения массовой приватизации отсутствие хозяйственных механизмов, которые могли бы обеспечить надежный инфорсмент контрактных прав и прав собственности, а вместе с тем внушать доверие к складывающимся обязательствам, конечно, серьезно ограничивало действие "коузианских процессов" - рыночных процессов реаллокации ресурсов и формирования новых более эффективных структур собственности.

---

<sup>6</sup> Arrow K. Economic Transition: Speed and Scope. - "Journal of Institutional and Theoretical Economics" Vol. 156 2000, pp. 9 - 18



## 1.2. Корпоративное управление как институциональное соглашение: несколько уроков из опыта России

Как известно, среди наиболее актуальных дискуссий последнего времени – проблемы перехода от восстановительного к инвестиционному росту, наличия весомых признаков (критериев) завершения переходного периода в экономике России, исчерпания задач посткоммунистической трансформации. Чтобы аргументированно обсуждать эти более широкие проблемы, крайне важно оценить и институциональный аспект – каковы основные уроки прошедших лет реформирования, на какой стадии институционального развития мы находимся в настоящее время.

Прежде всего необходимо уточнить терминологию. Базовые характеристики стабильности складывающихся хозяйственных отношений, в том числе отношений собственности, рассматриваются в работах О. Уильямсона. Вслед за Л. Дэвисом и Д. Нортон, О. Уильямсон предполагает различать институциональные соглашения или упорядоченность (*institutional arrangement*) и институциональное окружение (*institutional environment*)<sup>7</sup>.

Под термином “*институциональное соглашение*” понимается определенный набор поведенческих правил, которые управляют поведением в специфической конкретной сфере. Это понятие, по-видимому, должно характеризовать совокупность прав собственности, формально закрепленных в контрактах, а также в многочисленных неформальных соглашениях и механизмах поддержания репутации. Институциональное соглашение (упорядоченность) должно обеспечивать единообразные правила и механизмы, позволяющие вносить изменения в законы или в систему прав собственности. О наличии институциональной упорядоченности может свидетельствовать, в частности, доверие всех участников к заключенным контрактам. Поскольку такие соглашения заключаются добровольно в индивидуальном порядке, институциональная упорядоченность представляет собой, прежде всего, результат упрочения новых этических и правовых норм хозяйственной жизни.

---

<sup>7</sup> *Williamson O. The Evolving Science of Organization // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 36–63.*



*Институциональное окружение* характеризует общую устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций. Указанное понятие включает и требования политической устойчивости, а также достаточной дееспособности судебной системы. При характеристике институционального окружения особую роль играют изменения в «характеристиках доверия» («credibility features»).

Выявление политико-правовых условий, формирующих оптимальное институциональное окружение, представляет собой достаточно сложную задачу. Б. Уэйнгаст, например, выделяет «фундаментальную политическую дилемму хозяйственной системы»: правительство, достаточно сильное для того, чтобы защитить права собственности, оказывается вместе с тем достаточно сильным и для того, чтобы конфисковать собственность своих граждан <sup>8</sup>.

Новая институциональная теория обычно исходит из того, что с развитием экономики должна меняться оптимальная структура собственности, но ни в одном случае права собственности не могут быть сформулированы и установлены совершенным образом. Последнее соображение связывается, в частности, со значительными масштабами транзакционных издержек, требующихся для реализации и защиты индивидуальных прав собственности. Наряду с государством, играющим столь важную роль в осуществлении инфорсmenta контрактных прав и прав собственности, каждому участнику приходится расходовать силы и средства для реализации и защиты своих хозяйственных прав. Чем более благоприятно институциональное окружение для осуществления рыночных операций, тем меньшая доля в осуществлении подобных защитных функций приходится на частные формы инфорсmenta.

Принято также различать такие понятия, как «институциональное соглашение (или упорядоченность)» и «институциональная структура» (institutional structure). «*Институциональная структура*» - это вся совокупность «институциональных соглашений» в экономике, включая ее организации, законодательство, обычаи и идеологию. Когда термин «институт» используется

---

<sup>8</sup> Weingast B. Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 286–311.



экономистом, обычно речь идет об «институциональных соглашениях». Точно также понятие «институциональные изменения» (institutional changes) обычно используется применительно к изменениям в каком-либо конкретном «институциональном соглашении», но, как правило, никогда применительно ко всей «институциональной структуре»<sup>9</sup>.

Специфика и скорость преобразований в условиях переходной экономики таковы, что «институциональные изменения» - в отличие от общепринятого подхода - не только могут, но и должны анализироваться комплексно, т.е. в рамках всей «институциональной структуры» экономики. Тем не менее очевидно, что в небольшой работе невозможно проанализировать все составляющие институционального развития - не только общие тенденции, но и конкретные институты. Применительно к задачам настоящего исследования рассмотрим данный вопрос на примере «институциональных соглашений», относящихся прежде всего к сферам собственности и корпоративного управления.

Хорошо известна дискуссия конца 90- начала 2000-х гг. по сути о забвении и последующем провале институциональных реформ в России<sup>10</sup>. Здесь следует заметить лишь то, что автор разделяет целесообразность двойственного подхода к проблеме. С одной стороны, функционирование, надежность и эффективность созданных к настоящему времени институтов вполне закономерно могут вызывать острую критику. С другой стороны, многие не учитывают главную проблему – этих институтов ранее просто не было – как на практике, так и в исторической памяти, в отличие от ряда стран Центральной и восточной Европы<sup>11</sup>.

Вне зависимости от подходов благоприятность институционального окружения имеет принципиальное значение. Вместе с тем здесь особенно остро стоит проблема действия факторов *постсоциалистической рецессии*<sup>12</sup>. Ситуация осложняется еще и тем, что в течение относительно долгого периода

---

<sup>9</sup> Lin J.Y., Nugent J.B. Institutions and economic development. - In: Handbook of Development Economics, 1995, Vol. III, ch. 38, p. 2307.

<sup>10</sup> См., например: Stiglitz J.E. Globalization and Its Discontents. NY, London, 2002, ch. 5.

<sup>11</sup> См.: Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998-2002. М., Дело, 2003, с. 17-18.



времени объективно сохраняют свое значение некоторые социалистические институты (*проблема социалистического наследия*). Для условий России 90-х гг. следует также принять во внимание такие факторы, как политическая нестабильность и слабость власти. В 2000-х гг. на первый план выходит проблема дееспособности судебной системы, инфорсmenta контрактных прав и прав собственности. При этом политические мотивы тех или иных правоприменительных действий, проявляющиеся в том числе в виде выборочного (заказного) инфорсmenta, отнюдь не утратили своей значимости при выборе объектов. В определенном смысле (в контексте устойчивости институционального окружения) можно говорить об институциональном кризисе.

Тем не менее если 90-е гг. - начало 2000-х гг. – это период создания рыночных институтов, то в настоящее время речь идет о более сложных задачах институционального развития. Если ставится задача этапизации трансформационных процессов применительно к институциональной структуре, то оптимальными могут быть указанные выше критерии устойчивости (зрелости), сформулированные применительно к институциональному окружению в целом: 1) устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления *долгосрочных* инвестиций; 2) политическая и правовая устойчивость; 3) дееспособность судебной системы; 4) культура контрактов и «обязательств, внушающих доверие» (*credible commitments*).

Хотя практически ни один из указанных критериев не позволяет пока говорить о достижении относительной зрелости созданных институтов, *первый этап институционального развития пройден*. Хотя сохраняется немало «белых пятен» в сфере формальных институтов (прежде всего право и государственный инфорсмент), задачи радикальных нововведений уже отошли на второй план. *Ключевой долгосрочной задачей является обеспечение устойчивости созданного институционального окружения*. Инвестиционная фаза экономического роста, пришедшая на смену восстановительной в 2003 году,

---

<sup>12</sup> См.: *Гайдар Е.* Современный экономический рост и стратегические перспективы социально-экономического развития России. М.: ИЭПП, 2003.





будет носить кратковременный конъюнктурный характер, не имея адекватного институционального фундамента.

Устойчивая модель корпоративного управления (как «институциональное соглашение» в рамках общей институциональной структуры) в таком контексте имеет принципиальное значение. Рассмотрим эту проблему более предметно.

1. Развитие национальной модели корпоративного управления не может рассматриваться вне *современных глобализационных тенденций*. Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей практически все страны, объективно являются процессы глобализации экономики, интернационализация и конкуренция, появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре <sup>13</sup>.

Значительное количество различных национальных и международных кодексов корпоративного управления, появившихся в 90-е – начале 2000-х гг., отражают эту тенденцию и все в большей степени влияют на традиционное законодательство <sup>14</sup>. Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР (Принципы корпоративного управления, 1999 г. с поправками 2003 г.), ЕС (создание группы экспертов по реформе законодательства о компаниях, 2001 г.), встреч «большой семерки» (2002 г.).

Вместе с тем стремление выработать определенный стандарт «корпорации XXI века» на мировом уровне обострило дискуссии о наиболее общих принципах функционирования современной крупной компании, которые часто отождествляют с «американским» подходом и попытками навязать миру англо-американскую модель бизнеса. На современном этапе можно согласиться лишь с подходом, что не должно быть единого размера для всех, однако *ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность*

---

<sup>13</sup> См.: Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. – In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7-8 December 2000; Hopt K.J., H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, eds. Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research. Oxford, 1998.

<sup>14</sup> Gregory H. The globalisation of corporate governance. Weil, Gotshal and Manges LLP, 2001.



являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления<sup>15</sup>.

2. Очевидная и объективно необходимая *рецепция стандартного набора формальных рыночных институтов*, связанных с функционированием корпораций в пост-приватизационный период, завершена к концу 90-х гг. По «степени охвата» хозяйственное законодательство России не уступает другим странам с переходной экономикой, по ряду позиций находится впереди (прежде всего с точки зрения наличия формальных общепринятых мер по защите прав акционеров). Соответственно, ошибочным было бы утверждение об отсутствии в России развитого законодательства о компаниях (корпоративного права).

Другая типичная ошибка – вывод об уникальности многих нарушений прав акционеров для России. В реальности такая ситуация типична для целого ряда развивающихся стран и стран с переходной экономикой. В России в 2002 г., по данным опроса Ассоциации по защите прав инвесторов, вывод активов и трансфертное ценообразование является наиболее типичным нарушением прав акционеров (39 % опрошенных), затем следуют преднамеренное и фиктивное банкротство (20 %), размывание доли акционера (20 %) и невыплата дивидендов (17 %) <sup>16</sup>. Тем не менее, с такими же рисками инвесторы сталкиваются во многих странах: Индонезии, Корее, Бразилии, Мексике, Аргентине, Турции, Чехии, Индии и других.

При всех различиях в существующих структурах корпоративного управления в каждой из развитых стран сформировалась (или завершается формирование) такой системы сдержек и противовесов, которая может обеспечивать интересы инвесторов (прежде всего владельцев акций), а вместе с тем достаточную самостоятельность и инициативу менеджеров, управляющих корпорацией. В российских условиях, как справедливо отмечают Э. Берглоф и Э.-Л. фон Тадден, «нормальная парадигма корпоративного управления – точная настройка сдержек и противовесов в регулировании собственных интересов и оппортунистического поведения – настолько радикально меняет

---

<sup>15</sup> См.: Fremond O., M.Capaul (2002): Corporate Governance: One Size Fits All? – [http://rru.worldbank.org/Hot\\_Topics\\_Fremond\\_Capaul.asp](http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp)

<sup>16</sup> См.: [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).



свое содержание, что к ней оказывается просто неприложимой теория корпоративных финансов. Трудно даже представить какие-либо ограничения для инсайдеров-клептократов, если вся господствующая политическая система оказывается неспособной или не желающей противостоять им»<sup>17</sup>.

Тем не менее следует принять во внимание и тот факт, что ни одна из существующих даже в наиболее развитых странах моделей корпоративного управления не является совершенной. Точно так же ни в одной стране мира не достигнут 100%-ный уровень реализации наиболее компромиссных с точки зрения мировой практики Принципов корпоративного управления ОЭСР 1999 г. (с поправками 2003 года). Ближе всего к нему по формальным признакам наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой системе (США, Канада, Гонконг). За ними следуют страны континентального права, прежде всего те, которые следуют традициям Кодексов Наполеона<sup>18</sup>.

Основной дисбаланс формирующейся национальной модели корпоративного управления - в противоречии между фактическим процессом экономической концентрации (концентрации акционерного капитала) и гипертрофированной ориентацией права на защиту миноритариев (таблица 1). Практическим результатом такого противоречия являются: поверхностно – перманентные конфликты интересов в компаниях, по сути – несостоятельность механизмов защиты миноритариев, с одной стороны, и невозможность бесконфликтной реализации законных преимуществ крупного собственника, с другой.<sup>19</sup>

Сравнительные характеристики страновых моделей защиты прав инвесторов \*

	(1)Германская и Скандинавская	(2) Страны общего права	(3) Страны французской	(4) Россия
--	-------------------------------	-------------------------	------------------------	------------

<sup>17</sup> Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. Annual World Bank Conference on Development Economics (1999). Washington, 2000. P. 153–154.

<sup>18</sup> Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? Институт корпоративного права и управления, 2001.

<sup>19</sup> Подробно см.: Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998-2002. М., Дело, 2003, гл. 12.



	модели		гражданской традиции (наиболее распростр.)	
Формальная концентрация владения акциями у 3 крупнейших акционеров в 10 крупнейших частных компаниях (средний для 49 стран – 46 %)	34 (Германия), 37 (Скандинавия)	В среднем – 43 (США – 20, Великобритания, Австралия – менее 30)	54	По данным 2003 г., промежуточная между средним уровнем для (2) и (3)
Правовые механизмы защиты инвесторов	Средние	Наилучшие	Наименее эффективные	Формально близки к странам общего права
Уровень исполнения законодательства	Наилучший	Сильный	Наихудший	Несопоставим

\* Первоначальное сопоставление проводилось для (1), (2) и (3) без учета России и других стран с переходной экономикой. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют крайне отрицательную корреляцию с концентрацией собственности. Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.

Источник: La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1997): Law and Finance. NIID, Development Discussion Paper № 576. P. 32–35, 40–43; для России – оценки автора.

Ключевой задачей на перспективу является *тонкая «настройка» существующей модели* в соответствии с реалиями российской переходной экономики. Суть такой настройки – учет объективных национальных особенностей (хотя и с учетом общих тенденций к унификации законодательства о компаниях).

Так, например, в теории выделяются, как правило, пять основных направлений защиты интересов инвесторов в рамках корпоративного управления:

- 1) концентрация собственности;
- 2) рынок корпоративного контроля;
- 3) делегирование и концентрация контроля у совета директоров;
- 4) компенсации исполнительным директорам;



5) фидуциарные обязанности (обязанность агента действовать честно и грамотно в интересах заказчика/принципала)<sup>20</sup>. Последнее направление тесно связано с эффективностью информента и «культурой контракта».

Следуя классификации Ж. Тироля, можно выделить, по крайней мере, три механизма, регулирующих согласование принимаемых в рамках корпорации решений с интересами владельцев акций:

1) сохранение руководящей должности за менеджером (и его деловой репутации на соответствующем рынке в случае успешной деятельности корпорации);

2) обеспечение возможно более действенных стимулов для эффективного (с точки зрения акционеров) управления с помощью специально разработанных систем оплаты;

3) прямой мониторинг, осуществляемый главным образом владельцами крупных пакетов акций и их представителями<sup>21</sup>.

В отдельных странах роль каждого из этих механизмов, формы их действия и соотношения между ними могут существенно различаться. Соответственно, и применительно к современному этапу формирования российской модели корпоративного управления отнюдь не все указанные механизмы могут рассматриваться как эффективные. Если концентрация собственности и прямой мониторинг со стороны мажоритариев (вплоть до участия в оперативных решениях) стали весьма важными средствами защиты своих интересов, то контроль совета директоров, специальные системы оплаты менеджеров и тем более фидуциарные обязанности агентов вряд ли пока могут рассматриваться как распространенные прикладные решения. Это касается и некоторых новаций Кодекса корпоративного поведения.

3. Одним из наиболее серьезных уроков должно быть крайне осторожное отношение к *трансплантации (импорту) институтов* уже на современной стадии – стадии «настройки» первичной институциональной структуры.

---

<sup>20</sup> Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control. In: Constantinides G., Harris M., Stulz R., eds. Handbook of Economics of Finance. North-Holland, 2002.

<sup>21</sup> Tirole J. Corporate Governance. CEPR Discussion Paper № 2086. London, 1999.



Подобный опыт многих стран, часто обусловленный политическими мотивами, чаще всего негативен (например, ужесточение требований прозрачности европейских публичных компаний по инициативе ЕС в 90-е гг.). Такого рода трансплантация возможна только при наличии сходных экономических предпосылок. Так, например, если многие элементы современной реформы законодательства о компаниях ЕС 2000-х гг. могут быть использованы в России<sup>22</sup>, то новации закона Сарбейнса–Оксли (США, 2002 г.) вряд ли реально приживутся на российской почве.

Можно ли в этой связи обсуждать перспективы формирования той или иной классической модели в России? Видимо, допустимо все же утверждать, что в России, несмотря на описанную выше противоречивость подходов, имеет место объективное по своим экономическим основам тяготение к континентальной европейской модели корпоративного управления. В основе такого вывода лежит сходность ключевых проблем, стоящих перед Россией и континентальными странами ЕС.

Как отмечает один из крупнейших экспертов в данной области К. Хопт, первичный конфликт в терминах «принципал–агент» в европейском законодательстве о компаниях – это не конфликт между акционерами и советом директоров (который в силу американской традиции с 30-х гг. чаще всего и обсуждается в современной экономической теории<sup>23</sup>), но конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами. Данная ситуация имеет в своей основе отличия континентальной Европы от США и Великобритании в

---

<sup>22</sup> Подробно см.: *Радыгин А.* Регулирование норм корпоративного управления в России и ЕС: ограничения, возможности и перспективы унификации / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003.

<sup>23</sup> В частности, акцент делается на то, как законодательство о компаниях может принудить совет директоров в большей степени отвечать интересам акционеров. Обычно такие реформы не учитывают фундаментальную структуру совета (т.е. одно- или двухуровневую), а вместо этого фокусируются на таких вопросах, как размер совета, независимые директора, конфликт интересов, комитеты совета, частота и эффективность заседаний, вознаграждения членов совета и др. Ключевой проблемой является поиск разумного баланса между, с одной стороны, делегированием директорам права принятия бизнес-решений и, с другой стороны, контролем за ними посредством структурных и иных правовых норм и установления определенного уровня ответственности. Лишь сравнительно недавно началась дискуссия о сравнительных издержках и преимуществах одно- и двухуровневой систем совета, влиянии, информированности и независимости членов совета. Другие аспекты внутреннего контроля (сотрудничество с работниками и роль банков) также рассматриваются достаточно односторонне в зависимости от «страновой» принадлежности авторов. Аргументы «за» и «против» чаще всего неубедительны.



области акционерной собственности и структуры контроля, которые и позволяют выделить два разных типа систем корпоративного управления – системы инсайдеров и аутсайдеров. В США и Великобритании ни частные акционеры, ни институты не имеют значительной доли акций в компаниях. На континенте акционерные владения высоко концентрированы в руках семей, других компаний или универсальных банков (феномен «групп»). Частыми являются взаимные и перекрестные владения. В таких компаниях советы директоров часто являются лишь куклами в руках контролирующего акционера или «родительской» компании. Европейское законодательство о компаниях отвечает (если вообще делает это) на это явление различными мерами защиты прав миноритариев<sup>24</sup>.

*Для России со всей очевидностью характерна ситуация, типичная для континентальной европейской («инсайдеровской») модели с марионеточными Советами директоров, которая обременена специфическими проблемами в сфере инфорсmenta и коррупции.* Тенденция к поверхностному реформированию их роли и в России рассматривается иногда как новая панацея для эффективного корпоративного управления. Тем не менее при обсуждении политики в отношении советов директоров прежде всего необходимо решить очевидный вопрос: следует ли законодательно усиливать роль этого органа управления в ситуации, когда контролирующий акционер (группа), высшие менеджеры и совет директоров чаще всего тождественны по персоналиям и/или по своим интересам?

Другой пример связан с традиционным *требованием повышения прозрачности компаний.* Как известно, жесткие стандарты финансовой отчетности и аудита в системе корпоративного управления необходимы для портфельных инвесторов-аутсайдеров, т.е. тогда, когда компания рассчитывает на значительный приток средств за счет внешнего акционерного финансирования. Возникает закономерный вопрос: должно ли государство осуществлять политику в пользу жестких стандартов прозрачности в условиях

---

См. также: Hopt K.J. et al., eds. Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research. Oxford, 1998.

<sup>24</sup> Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7-8 December 2000.



концентрации акционерной собственности (или, что в данном контексте синонимично, сокращения миноритарных акционерных владений) и фактической «закрытости» подавляющего большинства компаний?

Естественно, здесь речь идет лишь о целесообразности принудительных (закрепленных законодательно) норм. Ничто не мешает узкому кругу заинтересованных российских компаний использовать международные стандарты отчетности добровольно. Точно также ничто не препятствует этим компаниям приглашать «независимых директоров» и осуществлять иные меры по улучшению корпоративного имиджа. Более того, отнюдь не все собственники, имеющие четкие планы продажи части (всех) акций внешним (иностранным) инвесторам, «раскрываются» для проведения такой сделки. Наглядным примером является ТНК, объединившая свои активы с британской ВР в 2003 г., но остающаяся одной из наиболее закрытых российских компаний с минимальным формальным («демонстративным») прогрессом в сфере корпоративного управления.

В этой связи следует учесть еще одно немаловажное соображение. Несмотря на запуск любой дорогостоящей и сложной программы повышения прозрачности, любой разумный собственник способен поставить процесс прозрачности под контроль: то, что не должно стать прозрачным, будет аккуратно проходить мимо заинтересованных лиц (мелких акционеров, государства, оценщиков, аудиторов, рейтинговых агентств, инвестиционных компаний, аналитиков). Напротив, все яркое и позитивное может становиться не только прозрачным, но и служить целям скрытой рекламы бизнеса. Тем не менее, есть и другая сторона проблемы: если компания вступила на путь прозрачности, то скрыть большинство событий будет крайне трудно, любые тайные действия станут элементом аферы или преступного сговора, могут привести к уголовному преследованию<sup>25</sup>. Данный фактор является немаловажным, хотя и неосознанным пока многими компаниями, ограничителем перехода к прозрачности бизнеса.

---

<sup>25</sup> Мошкович Б. Призрачная прозрачность или управляемая стоимость бизнеса? // Управление компанией, 2002. № 12. С. 69–72.





И это не предел усложнения ситуации. Так, с одной стороны, в силу особенностей корпоративного ландшафта в России нет более серьезной проблемы, чем конфликт мажоритарных (контролирующих) и мелких акционеров. По сути, серьезность данного конфликта основана не на его абсолютной значимости, а на отсутствии равноценных конфликтов в системе российского корпоративного управления<sup>26</sup>. С другой стороны, нет и очевидной экономической необходимости и возможности далее ужесточать меры защиты миноритариев (через мониторинг советов директоров, прозрачность и т.п.). В равной степени не существует законодательных способов защиты прав крупных акционеров (эмитентов) от корпоративного шантажа, ибо это в первую очередь вопрос эффективной судебной системы. Акцент политики в пользу лишь одной группы субъектов системы корпоративного управления требует серьезной экономической ломки сложившихся отношений и ведет к нарушению баланса интересов всех остальных субъектов, которые в равной степени имеют право на защиту с точки зрения общего принципа защиты прав собственности.

4. В последние годы в сфере правоприменения и судебной реформы (по крайней мере на уровне законодательства) было сделано немало. Тем не менее очевидный кризис государственного правоприменения (инфорсmenta) не позволяет пока говорить даже о долгосрочных благоприятных перспективах формирования институционального окружения<sup>27</sup>.

Проявлениями такого кризиса могут служить и широкий спектр как минимум малообоснованных судебных решений последних лет по различным корпоративным спорам, и хроническая борьба ведомств за расширение своих контрольных полномочий (например, ФСФО – в вопросе консолидации требований государства в соответствии с законом 2002 г. «О несостоятельности (банкротстве)», ФКЦБ – в вопросе собственных функций при подготовке поправок в закон «О рынке ценных бумаг» и др.), и выполнение государственными правоохранительными органами функций частного инфорсmenta на коммерческих началах. Дело «ЮКОС» 2003-2004 гг., хотя и

---

<sup>26</sup> Если абстрагироваться от проблемы враждебных поглощений, имеющей самостоятельное значение.

<sup>27</sup> Подробно см.: *Радыгин А., Энтов Р.* Инфорсмент прав собственности и контрактных обязательств: теоретические подходы и опыт России / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003.



выходит за рамки рядового, но является, тем не менее, ярким примером выборочного правоприменения.

Данная проблема, тем не менее, не носит одностороннего характера. По сути, речь идет о некоем воспроизводимом противоречии: с одной стороны, для пресечения правонарушений со всей очевидностью необходима система эффективного инфорсmenta. С другой стороны, эффективность инфорсmenta объективно подрывается массовостью таких нарушений. Следовательно, дело не только в эффективной судебной реформе, но есть и экономические и правовые предпосылки формирования институционального окружения, имеющие прямое отношение к «тонкой настройке» уже созданных институтов.

Приватизация и другие хозяйственные реформы, которые не сопровождаются формированием институциональных барьеров, ограничивающих хозяйственное влияние мощных социально-политических группировок, вызывают ряд неблагоприятных экономических эффектов и, в частности, могут повлечь за собой постепенное «обескровливание» некоторых приватизированных предприятий. Вместе с тем, отсутствие подобных барьеров и недостаточно действенная система инфорсmenta контрактных прав и прав собственности может способствовать укреплению различных частных криминальных («мафиозных») структур, осуществляющих столь необходимые функции – реализацию контрактных прав и действенную защиту собственности. Данные группировки, по сути, замещают отсутствующие или функционирующие неэффективно структуры, относящиеся к централизованному государственному инфорсменту.

5. Действие конкурентных механизмов требует, чтобы объектом купли-продажи были реальные или финансовые активы, но никак не сами правила, соблюдаемые в «рыночной игре». Оптимальная система инфорсmenta предполагает, что сами решения судебных инстанций, защищающие права собственника или контрактные права, никоим образом не могут покупаться и продаваться. Нетрудно предположить, что в реальной жизни вряд ли можно рассчитывать на строгое соблюдение подобных условий. Известно, например, что и при полном отсутствии каких-либо элементов рентоориентированного (rent-seeking) поведения представителей «третьей власти» предприниматель, прибегающий к дорогостоящим услугам более квалифицированных и/или более



влиятельных юристов, при прочих равных условиях имеет больше шансов выиграть судебный процесс.

В переходной экономике (равно как и во многих развивающихся) к этому, безусловно, следует добавить наличие отлаженной системы поборов и взяток, часто оказывающих существенное влияние на решения органов правопорядка<sup>28</sup>. В итоге именно в переходной экономике может складываться несколько парадоксальная ситуация, когда в судебной сфере взятки, выступающие в роли побочных платежей (side payments), в некоторых случаях могут способствовать реализации прав собственности. Очевидно, тем не менее, что в условиях несовершенных законодательства и судопроизводства подобные платежи могут склонять и к решениям, предполагающим нарушение этих прав.

При этом *проблема коррупции носит очевидный системный характер*. Косвенным признаком такой системности (помимо абсолютных оценок) можно считать формирование своеобразной «табели о рангах», основанной на сопоставимости доходов на государственной службе и в частном секторе. Ротация, соответственно, осуществляется с учетом ренты, извлекаемой на государственной должности.

6. *Отсутствие в социальной памяти населения информации о досоциалистических рыночных институтах* особенно сказывается на состоянии фондового рынка и его цивилизованных институтах коллективного инвестирования. В этой связи особенно показательны сравнительные данные об инвестиционных фондах по России и ряду стран Восточной Европы: в абсолютном выражении совокупные чистые активы инвестиционных фондов Польши, Венгрии и Чехии в 5–7 раз превышают аналогичный показатель по России, в расчете на душу населения отмечается разрыв вплоть до 80-кратного<sup>29</sup>. Весьма показательным примером может считаться фактический провал

---

<sup>28</sup> В соответствии с рейтингами Всемирного банка 2000 г., которые исчислены на основе опроса предпринимателей разных стран, индекс некорруптированности судебно-правовой системы оказался наиболее высоким в странах со «скандинавским» типом законодательства (медианное значение 4,65). В странах с англосаксонским типом законодательства он составил 3,82, а в странах с германским типом – 3,92. Страны с переходной экономикой занимали самое низкое место – индекс некорруптированности был равен 2,8.

<sup>29</sup> Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.:АСИС, 2003.



пенсионной реформы 2003 года (передача части пенсионных накоплений в управление частных компаний).

Хотя для интенсивного развития рынка необходимы пока отсутствующие в России предпосылки иного (экономического) характера, быстрое преодоление психологических барьеров невозможно, соответственно бессмысленны прогнозы массового притока частных сбережений на корпоративный сегмент фондового рынка в любых формах.

7. Отдельной проблемой является *инерция социалистических институтов*. Ярким примером является сохранение института унитарных предприятий на праве хозяйственного ведения.

Изначально появление такого права было связано с плановой экономикой, когда государство было объективно вынуждено выпускать в имущественный оборот самостоятельные юридические лица – “предприятия” и “учреждения”, закрепляя за ними свое имущество на некоем ограниченном вещном праве. С 60-х гг. это право стало именоваться “правом оперативного управления”, впоследствии в законах о собственности было разделено на более широкое по содержанию “право полного хозяйственного ведения”, предназначенное для производственных предприятий, и более узкое “право оперативного управления”, предназначенное для госбюджетных и аналогичных им учреждений.

В 1993 г. правительственная комиссия (возглавлявшаяся Е. Т. Гайдаром) предложила радикальное решение проблемы: трансформация подавляющего большинства госпредприятий в АО, и ограниченного количества госпредприятий – в казенные (ряд промежуточных документов был принят в 1994 г.). Эта идея не была реализована, и с 1995 г. в ГК РФ включено понятие “государственное унитарное предприятие”, детальное регулирование которых предполагалось в специальном законе.

Закон «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» № 161-ФЗ был принят только 14 ноября 2002 г. – с опозданием на 10 лет. Такая задержка связана, во-первых, с исключительным удобством данной формы (ГУП) для бесконтрольного управления со стороны менеджеров (субъективный фактор), во-вторых, с необходимостью радикальной смены юридических механизмов и понятий в принципе (объективный фактор). Достаточно очевидно,



что форма ГУП себя изжила, однако сохраняющееся количество предприятий такой формы предполагает, видимо, наличие некоего переходного периода.

Проблема реформирования унитарных предприятий связана, прежде всего, с недостатками правовой конструкции права хозяйственного ведения. Ее суть состоит в асимметрии полномочий субъекта такого права и титульного собственника – государства. Именно этими обстоятельствами вызвано стратегическое решение о сокращении числа унитарных предприятий всех уровней. Тем не менее опыт реформ 2000-2003 гг. показывает, что организационные возможности государства по реформированию унитарных предприятий вошли в серьезное противоречие с количественным ограничением – масштабом сектора ГУП. Налицо и очевидное противоречие между радикальной ориентацией на полную ликвидацию ГУП с упразднением права хозяйственного ведения, как такового, и спецификой их хозяйственной деятельности, связанной с производством товаров и услуг, выполнением работ, основным потребителем которых является государство и общество в целом, а также низкой ликвидностью их активов. Наконец, существует, хотя и ограниченный, круг государственных задач (и публичных интересов), возложение решения которых на государственные унитарные предприятия можно рассматривать в качестве рациональной возможности при условии совершенствования соответствующего регулирования.

Радикальным решением является ликвидация института ГУП. Тем не менее реальная динамика приватизации последних лет свидетельствует в пользу сценария длительного существования унитарных предприятий. Исходя из этого, более обоснованной представляется ориентация на постепенное уменьшение количества государственных и муниципальных унитарных предприятий и параллельную реализацию комплекса мер по улучшению контроля и управления ими.

Принятый закон предусматривает существенное повышение уровня защиты интересов государства как собственника и, соответственно, должен стать стимулом для отказа от организационно-правовой формы унитарного



предприятия. Предполагается, что к 2008-2009 гг. унитарные предприятия, основанные на праве хозяйственного ведения, прекратят свое существование.<sup>30</sup>

8. На современном этапе актуальной является также проблема *имитации рыночных институтов*. Наиболее наглядно она может быть проиллюстрирована на примере института банкротства.

Особенно это характерно для 1992-1998 гг. (первый закон), когда механизмы банкротства практически не могли быть использованы в силу действовавших правовых процедур. В 1998-2002 гг. (второй закон) количество дел о банкротстве резко возросло. Хотя в этот период наблюдалось определенное позитивное воздействие института банкротства на платежную дисциплину предприятий, основным стимулом для применения данных процедур являлись враждебные поглощения и перехват контроля над предприятиями. Именно этим, в частности, можно объяснить и более взвешенное отношение экономических агентов к своим финансовым обязательствам.

В новой редакции закона «О несостоятельности (банкротстве)» № 127-ФЗ от 26 октября 2002 г (третий закон) усилена защита прав кредиторов (прежде всего государства), расширен круг прав добросовестных собственников предприятия - должника в процедурах банкротства, изменен статус арбитражного управляющего и госорганов, введение новой процедуры - финансового оздоровления. В целом можно констатировать, что законом (опять же со значительной задержкой) поставлены определенные барьеры для использования механизмов банкротства для враждебных поглощений. Тем не менее и в новой модели сохраняются условия для коррупции и перехвата собственности в модифицированном виде.

9. Особое значение имеет *реальный спрос на те или иные институты*, точнее, наличие экономических агентов, готовых не только предъявить соответствующий спрос, но и обеспечить политическую поддержку развития необходимых им институтов.

---

<sup>30</sup> Проект Федерального закона «О государственном и муниципальном имуществе», внесенный в Минимуществом России в Правительство Российской Федерации 31 января 2003 г.



Так, применительно к проблеме защиты прав собственности и конкуренции в России (и не только) вполне обоснованным выглядит подход, согласно которому низкий уровень защиты прав собственности обусловлен как минимум двумя причинами<sup>31</sup>. Во-первых, возникшее (в том числе по итогам приватизации) и усилившееся в 90-е гг. имущественное и политическое неравенство при слабом государстве обусловило минимальный спрос на создание «хороших» государственных институтов, так как наиболее состоятельные экономические агенты использовали альтернативный путь – инвестировали ресурсы в создание собственных защитных механизмов (службы безопасности, связи с федеральными и региональными чиновниками и судами, финансирование политических деятелей и другие механизмы, впоследствии получившие название «административного ресурса»).

Во-вторых, низкий уровень защиты прав собственности был и в значительной степени остается и в 2000-е гг. выгодным для многих экономических агентов, так как создает благоприятные условия для дальнейшего перераспределения (передела) собственности. Тем не менее с 2002 г. отмечается рост интереса к тем экономическим институтам, которые не связаны с отдельной социальной группой, т.е. призваны обеспечивать защиту интересов всех экономических агентов (практически всеобщая поддержка реформы государственного аппарата, идеи независимости судов и др.). Очевидно, что такой интерес не возникает сам по себе – можно предположить, что на определенном этапе издержки взаимодействия крупнейших российских корпораций с бюрократией (в рамках указанного альтернативного механизма защиты своих интересов) стали неоправданно высоки, что и потребовало пересмотра системы защитных механизмов.

Возможно, в таком контексте (помимо политического, имеющего, видимо, самостоятельное значение) следует рассматривать и дело «ЮКОС». Очевидно, что вывод всей схемы владений из тени (о налоговых и финансовых схемах речь в данном случае не идет) означает в том числе и уменьшение потребности в специфических доверительных отношениях с бюрократией.

---

<sup>31</sup> См.: *Гуриев С., Сонин К.* Богатство и рост // Эксперт, 2003. № 24. С. 40–47. Подробно о спросе на институты в условиях России см.: Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Научные доклады, № 148. М.: МОНФ, 2003.



Соответственно, наиболее полно (по сравнению с другими) легализовавшая свою структуру, акционеров и бенефициаров компания стала и первой жертвой такой легализации, что само по себе является уроком для других. При этом очень показательным критерием для оценки перспектив формирования реального спроса на независимые институты является почти нулевая поддержка (защита) «ЮКОСа» со стороны других крупнейших групп (предпринимателей) и их объединений.

Нельзя, тем не менее, не указать и иную возможную интерпретацию возросшего спроса на «независимые» институты. Как, например, выразился президент «Сибнефти» Е. Швидлер, в ходе развития нефтяных компаний каждая получила свою долю административного ресурса, и именно это определяет истинную конкуренцию на нефтяном рынке<sup>32</sup>. Следует заметить, что по оригинальной версии, предложенной в том же источнике, стандартизация и массовость процедур применения «административного ресурса» в 2002 г. привели как к удешевлению его использования, так и к тому, что противоборствующие стороны используют одинаковые методы (равновесные фигуры поддержки) и чаще всего уже не в состоянии довести дело до победы одной из сторон. В этой ситуации затраты, сопутствующие корпоративному конфликту, становятся сопоставимы с реальной стоимостью активов, и цивилизованные переговоры становятся более экономичными. Это, в свою очередь, требует и большей защищенности прав собственности участников сделки, и большей прозрачности экономических агентов (в том числе в отношении реальных собственников российских компаний).

При этом выбор между теми или иными институтами прямо связан со сравнительной затратностью их использования. Пожалуй, наилучшим примером является сравнение в данном контексте института банкротства и рынка корпоративных ценных бумаг. Фактически возбуждение процедуры банкротства в 1998–2002 гг. стало низкозатратной (при наличии потенциального сговора арбитражного управляющего с кредиторами, арбитражными судьями и чиновниками ФСФО) альтернативой враждебному поглощению посредством скупки акций на вторичном рынке. В этой связи интересно предположение о

---

<sup>32</sup> Коммерсантъ-Власть, 2003. 20–26 января. С. 25.





том, что существует прямая связь между вступлением в силу в 1998 г. закона «О несостоятельности (банкротстве)» и низким уровнем сопротивления российского фондового рынка в 1998–2000 гг.<sup>33</sup> Существенно при этом, что закон «Об акционерных обществах» содержит многочисленные легальные возможности для эффективного отражения корпоративного агрессора в рамках корпоративного права, тогда как действовавшая в 1998–2002 гг. процедура банкротства при должной организации была для агрессора почти беспроигрышной.

10. Хотя российское корпоративное законодательство – при наличии целого ряда серьезных пробелов – можно оценивать как вполне развитое, только правовых новаций отнюдь недостаточно для повышения уровня корпоративного управления. По данным совместного исследования «The Economist» и KPMG (2002 г.), наибольшее значение имеют *внутрикорпоративные инициативы и корпоративная культура*. Если достижения в области корпоративной культуры и культуры контрактов в целом есть продукт длительного исторического развития, то для конкретных инициатив на уровне компании должны сложиться объективные условия. В России же основная причина неприятия новаций – именно в объективных особенностях национальной российской модели: относительно высокий уровень концентрации собственности, фактическая «закрытость» основной массы компаний (формально являющихся ОАО), организация бизнеса в форме группы компаний, слияние функций менеджмента и собственника, самофинансирование, «карманные» советы директоров, отсутствие или неэффективность внешних механизмов и ряд других.

Экономическая теория прав собственности позволяет выделить лишь некоторые фундаментальные («базовые») отношения присвоения. Между тем роль тех или иных хозяйственных институтов в огромной степени зависит от распространенных в данном обществе традиций и неформальных норм поведения. В свое время еще Джон Стюарт Милль отмечал, что распределение продукта, равно как и систему экономических отношений, проявляющуюся в формах и методах распределения, можно считать результатом действия двух

---

<sup>33</sup> См.: Волков А., Привалов А. А ну-ка, отниму! // Эксперт, 2001. № 1–2. С. 28–29.



групп факторов – конкуренции и традиции («обычая»), причем экономисты обычно склонны уделять внимание лишь первой группе факторов<sup>34</sup>.

И при обсуждении механизмов, основанных на рыночной конкуренции, достаточно важен учет сложившихся норм, особенностей поведения и ограничений, порожденных историческими традициями. Современный подход к анализу прав собственности предполагает экономику, в которой существуют не только хорошо отлаженная структура контрактных соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями, если не столетиями, «культура контракта», опирающаяся на некую постепенно сложившуюся систему норм.

Само «понятие» нормы в подобном контексте удачно определяет один из наиболее известных экспертов в области «правовой экономики» Р. Познер. С его точки зрения, речь идет о правиле, которое провозглашается какой-либо официальной организацией, например, судом или законодательной властью, и не проводится в жизнь с помощью угрозы санкций, предусмотряемых законом, но которое, тем не менее, постоянно соблюдается<sup>35</sup>.

Большинство теоретических моделей и эмпирических наблюдений приводят к выводу, согласно которому в большинстве случаев инфорсмент хозяйственных прав удается обеспечить благодаря взаимной заинтересованности участников хозяйственного процесса. Лишь в исключительных случаях последние апеллируют непосредственно к содействию судебным органам, что связано прежде всего с высокими затратами защиты исков в суде. В качестве наиболее эффективного «регулятора» отношений между фирмами указываются, как правило, спонтанные процессы самоорганизации, обеспечивающие постепенное совершенствование контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса.

Эффективное функционирование механизмов инфорсмента контрактных прав и прав собственности предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности и устойчивости этих прав. Ключевой

---

<sup>34</sup> *Mill, John Stuart. Principles of Political Economy. Ed. by. W. Ashley. New York: A. M. Keller Publishers, 1965 [1848]. Book II.*

<sup>35</sup> *Posner R. Social Norms and the Law: an Economic Approach // American Economic Review, 1997. Vol. 87.*



категорией, описывающей подобную ситуацию, Д. Норт считает «обязательство, вызывающее доверие» (credible commitment)<sup>36</sup>. Как большинство характеристик такого рода, «обязательство, вызывающее доверие», представляет собой не формально отточенное понятие, а, скорей, некоторую значимую метафору; поэтому напрасно было бы искать особенно четкие определения такого обязательства. Комментируя эту концепцию Д. Норта, один из известных представителей новой институциональной теории Г. Лайбекэп полагает, что в узком смысле слова такое обязательство характеризует инфорсмент контрактных прав в коммерческих сделках. В широком смысле оно подразумевает *ограничение произвольных действий со стороны государства, обеспечивающее такую надежность прав собственности, которая необходима для осуществления долгосрочных инвестиций*<sup>37</sup>. О существовании обязательств, внушающих доверие, по мнению Д. Норта, можно судить по достаточно низкому уровню транзакционных издержек на рынке капитала и на других рынках.

Новая институциональная теория исходит из того, что на протяжении предшествовавшей истории хозяйственные отношения лишь в редких случаях могли обеспечить появление обязательств, внушающих доверие. Да и в настоящее время сфера распространения подобных обязательств не всегда достаточно широка.

Д. Норт справедливо отмечает, что в формировании системы обязательств, внушающих доверие, важнейшую роль играет проверка временем. *Такие обязательства могут быть утвердиться лишь на протяжении чрезвычайно продолжительного периода.* В экономике феодального типа для упрочения отношений между властью и подданными требовалась смена нескольких поколений, за это время постепенно расширился и «горизонт»

---

<sup>36</sup> North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 11–23.

<sup>37</sup> Libecap G. Comments // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 29–35. Более подробный анализ связей между «обязательствами, вызывающими доверие», и правами частной собственности содержится в работе, специально посвященной природе обязательств, складывающихся в условиях переходной экономики: Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. Credible Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. In.: The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press, 1997. P. 20–42.



финансового планирования монарха. В периоды войн и финансовых кризисов горизонт планирования, понятно, сокращался.

В случаях более или менее радикальных реформ вплоть до нынешней поры требуется немалый период, чтобы с годами стала уменьшаться неопределенность, характеризующая последующее развитие событий. Постепенное упрочение обязательств, принятых на себя участниками хозяйственного процесса, выступает в качестве долгосрочной фундаментальной тенденции в развитии зрелой рыночной экономики.

Особенно существенным представляется в этой связи следующее соображение. Вопреки мнению многих экономистов, в том числе ряда западных экспертов, помогавших при разработке хозяйственных реформ в странах Центральной и Юго-Восточной Европы, формирование поведенческих стандартов, которые обеспечивают функционирование обязательств, внушающих доверие, не следует и не может автоматически последовать за общей либерализацией хозяйственной жизни (например, за отказом от фиксированных цен, разрешением купли-продажи иностранной валюты, появлением финансовых инструментов и превращением их в объект купли-продажи и др.).

Острота *проблемы эффективных неформальных институтов* только сегодня стала очевидна для переходной экономики России. Обязательства, внушающие доверие, равно как и нормы «культуры контрактов», уже упоминались выше.

Необходимо также упомянуть те институциональные элементы, которые лежат на грани формальных и неформальных институтов. Роль легальных (т.е. не относящихся к криминальным) негосударственных форм, обслуживающих интересы относительно широкого круга экономических агентов, становится особенно значимой именно в условиях неустойчивого институционального окружения (включая слабые или функционирующие неоптимально государственные формы).

Прежде всего, это институт саморегулирования. Весьма правдоподобным было бы утверждение, что становление системы саморегулируемых



организаций (СРО) в России как принципиальное и недостающее звено цельной системы инфорсmenta искусственно ограничивается государственной властью. Об этом свидетельствует длительное непринятие закона «О саморегулируемых организациях», отношение государственной судебной системы к негосударственным формам разрешения споров, отношение государственных ведомств к тем СРО, которые претендуют на независимость в интересах своих членов, и др.

В целом, основываясь на анализе объективных экономических процессов и складывающейся системы правового регулирования, можно предположить, что современная модель (схема, система) корпоративного управления для современной России должна опираться на следующие ключевые компоненты:

1) высокий уровень концентрации акционерной собственности (в различных формах, включая альянсы и соглашения);

2) законодательство о компаниях (либерализация и ужесточение одновременно, в зависимости от конкретной сферы);

2) многоуровневый инфорсмент, где эффективный государственный (централизованный) инфорсмент составляет только часть (хотя и существенную) правоприменительной системы;

3) многоуровневый частный мониторинг: внутри компании (акционеры, инвесторы, аудиторы и др.), профессиональное сообщество (СРО, конкуренты, профессиональные участники рынка ценных бумаг и др.), общественный контроль (СМИ и др.).

Переход к политике «точной настройки» модели корпоративного управления, помимо обеспечения эффективности всей системы имущественных отношений, предполагает<sup>38</sup>:

- эволюционное развитие корпоративного права (по мере необходимости и в зависимости от адекватного спроса - поправки в базовое законодательство, технически совершенствующие те или иные корпоративные процедуры);

---

<sup>38</sup> См. также раздел 3 и Приложение 3 настоящей работы.



- принятие актов в областях, где требуется серьезное улучшение законодательства (реорганизация, прозрачность и раскрытие информации, банкротства и др.);

- ликвидация значимых абсолютных пробелов (враждебные поглощения, корпоративные группы, бенефициарная собственность, связанные стороны, инсайд и др.);

- процессуальные вопросы (срок давности по приватизационным сделкам, иски в защиту неопределенного круга лиц, публикация решений судов, подведомственность судов, третейские суды и др.)

- стимулы для самостоятельной деятельности субъектов рынка (развитие СРО, поддержка сокращения числа псевдо-публичных компаний, добровольность кодексов, снижение административных барьеров, ревизия нормативных актов на предмет условий для коррупции и др.).



## 2. Общее и особенное в моделях корпоративного управления в странах с переходной экономикой (на примере стран Центральной и Восточной Европы)

### 2.1. Собственность и управление

Как известно, классическую проблему корпоративного управления в конечном итоге порождает именно разделение функций собственника (акционера) и управляющего (менеджера). Для большинства европейских стран с переходной экономикой <sup>39</sup>характерным является тяготение к континентальной модели, поскольку обеспечение жесткого контроля со стороны собственника над исполнительными органами компании приобретает особое значение в странах, где влияние внешнего контроля (со стороны товарных, финансовых и других рынков) не является достаточно эффективным. В этих условиях эффективное функционирование внутреннего контроля приобретает фундаментальную важность.

Многие из компаний, в настоящее время имеющих листинг на фондовых биржах в Центральной и Восточной Европе, возникли в результате программы массовой приватизации (например Чехия, Румыния, Болгария), либо продажи стратегическим инвесторам (например, Польша, Венгрия, Латвия), либо выкупа работниками и менеджментом (например, Словения, Румыния). Независимо от

---

<sup>39</sup> Представленный в данном разделе обзор базируется на следующих основных источниках: EBRD Transition Reports 1997-2003; Berglöf E., Pajuste A. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002; Insiders, Outsiders, and Good Corporate Governance in Transitional Economies: Cases of Russia and Bulgaria. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C.; Kozarzewski P. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002; Kozarzewski P. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001; Mesnard M. A comparative overview of the corporate governance framework in South East Europe. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001; Meagher P. Changing Hands: Governance and Transformation in Hungary Financial Sector/ Review of Central and East European Law 2000-3 No.1. Kluwer Law International, 2003; Corporate Governance Assessment And ROSC Module. World Bank Group, 1999; Blaszczyk B., Hashi I., Radygin A. Woodward R. Corporate Governance and Ownership Structure in the Transition: The Current State of Knowledge and Where to Go from Here. Warsaw, CASE, December 2003, Studies & Analyses N 264.



использованного метода приватизации, приватизация бывших государственных предприятий создала привилегии для менеджеров.

Должностные лица, имеющие права контроля de facto, получили преимущества перед аутсайдерами, имеющими мало возможностей для защиты своих прав. Используя инсайдерскую информацию и политические связи, множество менеджеров стали главными акционерами через использование таких схем, как выкуп акций за счет кредита, скупку акций работников по ценам со скидкой или используя другие (в том числе мошеннические) схемы. В результате одним из специфических явлений для стран с переходной экономикой является наличие значительной собственности и контроля инсайдеров.

Большое количество соответствующих примеров можно наблюдать в Польше. Множество предприятий, позже получивших листинг на фондовой бирже, были приватизированы через выкуп менеджерами и работниками. Например, AGROS, крупная, бывшая государственная пищевая компания, контролировалась TIGA – приватизационным посредником, основанным работниками и менеджерами AGROS. Через привилегированные акции (одна акция - пять голосов) TIGA контролировала 81,4% голосов холдинга Agros Holding, в то время как по стоимости его акции составляли только 47,5%. В этих условиях полный контроль над AGROS фактически должен был принадлежать Софье Габер (директор компании до приватизации, а затем президент совета управляющих). Кроме того, она была также самым крупным акционером TIGA (18,5% голосов) и председателем наблюдательного совета TIGA.

Следует также выделить такую категорию, как «сильные аутсайдеры» - иностранные стратегические (контролирующие) инвесторы, мало доверяющие местному менеджменту. Чувствительные к частым сообщениям о мошенничестве менеджеров, иностранцы приходили на рынки бывших социалистических стран с собственным менеджментом либо осуществляли плотный ежедневный надзор за деятельностью местного менеджмента.

Тем не менее, в странах с переходной экономикой все же относительно широко используются инструменты отделения собственности от контроля.





Достаточно широко распространены акции двойного класса (dual-class shares) (привилегированные акции), хотя типичные привилегированные акции при этом – акции с ограниченным правом голоса или его отсутствием. Широко используются также пирамидальные структуры, как правило по двум причинам: ограничить покупку акций и скрыть истинного собственника. Также наблюдается перекрестное владение. В большинстве стран с переходной экономикой идентифицировать реального владельца весьма непросто, в том числе из-за слабости регулирования.

В некоторых странах компании могут также держать свои собственные акции. Например, в Польше с января 2001 любой корпорации позволено приобретать до 10% ее собственных акций для "защиты против прямого, существенного ущерба компании". В последние годы в ряде стран были приняты правила, разрешающие компаниям в исключительных случаях выкупить обратно (repurchase) свои собственные акции (например, если это одобрено общим собранием акционеров, если целью является уменьшение акционерного капитала и т.д.) в размере, обычно, не превышающем 10% капитала компании. В первоначальных редакциях законов о ценных бумагах в странах с переходной экономикой такое действие было, как правило, запрещено.

Кроме того, уставы большого числа корпораций содержат положения, направленные на защиту компании от поглощений. Ограничения при голосовании используются среди прочих в Словении и Польше. Специальные соглашения акционеров или золотые акции - обычный способ обеспечить преимущественные права, когда акции обращаются публично.

В процессе приватизации стратегическим инвесторам могли предоставлять преимущественные права в форме соглашения акционеров, что хорошо видно на примере Ventspils Nafta (VN), второй по величине (рыночной капитализации) компании, имеющая листинг на Рижской фондовой бирже. Два крупнейших акционера - LNT, компания, принадлежащая группе связанных между собой физических и юридических лиц, включая оффшорные компании, и государство (43,5%). Акции, оставшиеся у государства, должны быть также приватизированы. Однако этот процесс идет очень медленно в связи с политическими проблемами вокруг этого пакета акций. В первом круге приватизации LNT были предоставлены специальные преимущественные права,



а именно, что LNT может наложить вето на любое значимое решение (например, стратегия компании, дивидендная политика, движение пактов акций). Более того, 5% капитала компании зарезервировано для LNT. Таким образом, шанс, что в ходе дальнейшей приватизации у VN появится акционер без соглашения или одобрения LNT, очень мал.

Что касается Болгарии, то в экономической литературе этой страны проводится четкое различие между АО с единственным владельцем, новообразованными АО и АО, возникшими как результат программы массовой приватизации. Причем АО с единственным владельцем фактически являются государственными компаниями (то есть это компании, которые пошли процесс акционирования, но не приватизации). Как правило, в таких компаниях менеджмент чувствует себя достаточно свободно в процессе принятия решений. Что касается новообразованных АО, то они характеризовались высококонцентрированной структурой собственности и прямым участием основных акционеров в управлении с момента своего основания.

Некоторые особенности континентальной модели корпоративного управления в странах с переходной экономикой можно рассмотреть на примере Польши. В континентальной модели существует три установленных законом органа управления в компании: общее собрание акционеров (встреча партнеров), исполнительный совет и наблюдательный совет.

Наблюдательные советы существуют в Польше в обязательном порядке во всех АО и крупных ООО. Как правило, члены наблюдательного совета избираются общим собранием акционеров (возможно групповое голосование). В большинстве случаев наблюдательный совет назначает членов исполнительного совета (позиции наблюдательного совета в отношении исполнительного совета в новом Коммерческом Кодексе 2001 года, по сравнению со старым, оказались усиленными).

Формально наблюдательный совет имеет широкий круг полномочий, особенно связанных с контролем, как гарантию против оппортунизма менеджеров. Он контролирует все сферы деятельности компании и имеет право доступа ко всем документам и получению всей необходимой информации не только от членов наблюдательного совета, но также и от всех сотрудников компании. Полномочия наблюдательного совета могут быть точно настроены для отражения нужд корпоративного управления в разных типах компаний. На



практике, тем не менее, роль этого органа в системе корпоративного управления, как правило, невелика, а наиболее влиятельным органом является исполнительный совет.

Законодательство Польши, прежде всего Коммерческий Кодекс и с 2001 года – Кодекс Коммерческих компаний (Commercial Companies' Code) описывает полномочия трех органов управления компанией в акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью. При этом подчеркивается строгое разделение полномочий между органами корпоративного управления в компаниях, особенно между функциями управления и контроля. В частности, акционер или партнер может занимать место в исполнительном совете или наблюдательном совете, однако ему запрещено совмещать посты в этих органах.

Слабым местом польского законодательства является недостаточно четкое определение наблюдательной функции в системе корпоративного управления. Законодательство устанавливает только основные контрольные функции наблюдательных советов, оставляя определение точного диапазона полномочий этого органа на усмотрение владельцев. Возможно, такой подход мог бы подойти для стран с развитой рыночной экономикой, но для Польши, которая все еще находится на стадии строительства рыночной инфраструктуры, этого, судя по всему, недостаточно.

Проведенные в Польше исследования показывают, что на приватизированных средних и мелких предприятиях весьма часто имеются проблемы с определением надлежащего места наблюдательных советов в структуре корпоративного управления. Что касается крупных предприятий, то в отношении них есть надежда, что высокая концентрация акций в руках внешних стратегических инвесторов, особенно иностранцев, поможет оформить в механизмы корпоративного управления в компаниях в надлежащем виде.

Одним из главных предварительных условий для надлежащего функционирования наблюдательного совета является его способность представлять интересы главных групп акционеров. Согласно данным опроса руководителей 84 польских компаний (выборка из списка 500 крупнейших польских корпораций), соотношение количества мест в наблюдательном совете в определенной степени коррелирует со структурой собственности компании. Тем не менее среди инсайдеров топ-менеджеры имеют недостаточное



представительство в наблюдательных советах компаниях, в то время как другие сотрудники представлены слишком широко. Это может быть следствием специфики приватизации крупных предприятий в Польше: на стадии коммерциализации сотрудники имели право выбрать своих представителей в количестве 1/3 от общего числа мест в наблюдательном совете. Благодаря этому инсайдеры в целом были представлены в наблюдательных советах слишком широко.

В то же время, состав проанализированных наблюдательных советов кажется гораздо более «здоровым», чем на мелких и средних приватизированных компаниях, где инсайдеры, как правило, имеют большинство мест в наблюдательных советах, даже если сама компания контролируется аутсайдерами.

Среди самих аутсайдеров наименее представленной группой являются физические лица - резиденты, хотя ситуация постепенно меняется. Неадекватно представленными остаются и иностранные инвесторы. С другой стороны, стоит упомянуть слишком широкое представительство банков в наблюдательных советах. Возможно, банки фактически представляют не только акционеров, но и заинтересованные стороны. Как это ни парадоксально, высшие менеджеры сильно недопредставлены в наблюдательных советах компаний, контролируемых инсайдерами, в то время как представительство других инсайдеров кажется более или менее адекватным. Это означает, что инсайдеры в целом недостаточно представлены в этой группе компаний.

Есть определенная закономерность в том, что в компаниях с более высокой концентрацией собственности (с более высокой долей, принадлежащей крупнейшему акционеру) доминирование определенной группы собственников не сопровождается доминированием этой группы в наблюдательном совете, и эта ситуация становится характерной для возрастающего числа предприятий. Это можно расценить как доказательство существования некоторых различий в политике контроля над собственностью в различных компаниях. Возможно инвестор, владеющий большинством акций в компании, чаще, чем другие инвесторы, не видит потребности в формальном доминировании в наблюдательном совете. Поэтому он приглашает в этот орган представителей различных заинтересованных лиц.



Выполненное Гданьским институтом Рыночной экономики исследование 210 нефинансовых компаний, имеющих листинг (190 зарегистрировано на Варшавской фондовой бирже и 20 на свободном рынке), в рамках проекта «Собственность и контроль в польских корпорациях» дало следующие результаты (по состоянию на ноябрь 2000 года). Структура собственности измерялась количеством голосов на общем собрании акционеров. Анализировались и индекс концентрации, и общая структура собственности. Концентрация собственности в компаниях выглядит высокой и похожей на концентрацию собственности в других странах континентальной Европы. Другие компании и физические лица были крупнейшими группами акционеров (они владели 39,4% and 30,8% всех крупнейших пакетов акций. Иностранные инвесторы имели крупнейшую долю в активах компаний, второй крупнейшей группой собственников были министерство финансов и государственные компании (см. Таблицу 1).

*Таблица 1*

*Доля групп собственников в капитализации компаний, имеющих листинг  
(publicly listed companies' capitalisation), %*

Категория акционеров	Не фи- нансовые компании	TP SA (телеком)	Банки	Страхо- вые компании	НИФы <sup>40</sup>	ВСЕГО
Иностранные стратегические инвесторы	14.6	25.0	59.7	25.3		28.8
Иностранные финансовые инвесторы	5.3		4.1		29.4	3.8
<b>Иностранные инвесторы, всего</b>	<b>19.9</b>	<b>25.0</b>	<b>63.8</b>	<b>25.3</b>	<b>29.4</b>	<b>32.6</b>
Отечественные банки	1.2	–	–	1.5	12.1	0.7
Отечественные страховые компании	0.1	–	0.0	–	5.4	0.1
Отечественные инвестиционные фонды	0.1	–	1.4	–	0.9	0.4
НИФы	0.5	–	–	–		0.2
Пенсионные фонды	0.1	–	–	0.2	0.3	0.1
Публичные корпорации	1.8	–	0.2	3.6	–	0.9
Дочерние компании (Subsidiaries)	0.4	–	0.9	–	–	0.4
Другие отечественные компании и объединения	4.1	–	–	1.8	0.8	1.8
Физические лица	10.2	10.0	0.0	62.0		7.9
Министерство финансов	11.5	35.1	3.9	–	15.5	16.4
Государственные компании	0.1	–	2.1	–	–	0.6
Компании, принадлежащие	0.6	–	0.0	–	–	0.3

<sup>40</sup> НИФ – Национальный инвестиционный фонд



местному самоуправлению						
<b>Отечественные собственники, всего</b>	<b>30.9</b>	<b>45.1</b>	<b>8.6</b>	<b>69.1</b>	<b>34.9</b>	<b>29.8</b>
Сконцентрированная собственность (5% и более акций компании), всего	50.8	70.1	72.4	94.5	64.3	62.4
Распыленные отечественные собственники (Dispersed domestic)	37.9	19.9	25.9	5.5	35.7	29.4
Распыленные иностранные собственники (Dispersed foreign)	11.3	10.0	1.8	–	–	8.2
Общее распыление собственности (Total dispersed ownership) (акционеры, владеющие менее 5% акций компании)	49.2	29.9	27.6	5.5	35.7	37.6

*Источник:* P. Kozarzewski. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.

Было также проведено исследование разницы между собственностью и контролем. Она измерялась как разница между количеством акций и количеством голосов, принадлежащих разным типам акционеров. В случае с большими пакетами акций, совокупная разница не была большой (средняя (median) для контроля=39,5% и средняя для собственности=37,2%). Тем не менее, в некоторых компаниях такая разница была очень велика. Так, в одной из компаний лицо, владеющее только 47,5% акций, имело 81,0% голосов. Использовались два основных способа увеличения контроля: эмиссия привилегированных акций до того, как компания стала публичной (36% всех исследуемых компаний), и контроль через зависимые компании или пирамиды.

Насколько разрыв между собственностью и представительством в наблюдательном совете влияет на поведение компаний? По мнению большинства польских экспертов (Lis, Sterniczuk, Kozarzewski), подтвержденному эмпирическими наблюдениями, особенно на мелких и средних приватизированных компаниях в Польше, в большом количестве случаев наблюдательные советы достаточно слабы (и, прежде всего в компаниях, контролируемых инсайдерами) и не оказывают влияния на деятельность компании. Однако, с другой стороны, данные, полученные от компаний, могут быть расценены как свидетельство, что внешние акционеры-юридические лица более способны обеспечить свои интересы в случае с



наблюдательными советами, чем акционеры-частные лица – как внешние, так и внутренние.

## 2.2. Структура акционерной собственности

Сложившаяся к настоящему времени структура собственности акционерных обществ в странах с переходной экономикой, как правило, имеет ряд типичных характеристик, отражающих историю приватизационных программ. Структура собственности характеризуется большим значением собственности инсайдеров - главным образом менеджеров, которые имеют надежный контроль над предприятием либо через прямое владение собственностью или косвенно, контролируя *de facto* акции работников предприятия, долей оставшейся в государственном владении собственности, а также появлением различных институциональных инвесторов. При этом в странах ЮВЕ (Юго-Восточной Европы) большое значение среди последних имеют бывшие приватизационные фонды.

Так, в Болгарии первая волна приватизации (до 1994) проходила главным образом через выкуп акций менеджерами и работниками (MEBOs – Management-employee buy-outs). Всего через MEBOs было приватизировано порядка 38% предприятий. 17 компаний, имеющих листинг на Болгарской фондовой бирже (BSE-Sofia) до сих пор контролируются в основном ассоциациями работников (employees associations). В конце 1998 года исследование, проведенное на 52 приватизированных предприятиях, с количеством занятых больше 1000 человек показало, что менеджеры и работники контролировали в среднем 24% капитала и что работники и менеджеры имели доминирующее участие на 21% предприятий.

В Румынии ассоциации служащих владеют либо большинством акций, либо миноритарным, но дающим право контроля, пакетом на большом числе компаний, чьи акции торгуются на бирже, поскольку работники приобрели акции в подавляющем большинстве компаний, имеющих листинг на RASDAQ<sup>41</sup> (RASDAQ companies) в ходе ваучерной приватизации.

---

<sup>41</sup> Rasdaq – Romanian Association Dealers Automated Quotation.



В Хорватии процесс приватизации фактически сохранил главные особенности гибридной югославской модели управления предприятием, отличающейся высокой степенью вовлеченности работников как в управление, так и во владение акционерной собственностью. Это относится также и к другим странам бывшей СФРЮ, в частности к Словении (см. Таблицу 2).

*Таблица 2*  
*Доля собственности инсайдеров на предприятиях в Словении в 1998 году*

Доля собственности инсайдеров	Суммарный капитал, %	Число предприятий		Численность занятых, %
			%	
0-10%	29,0	82	6,3	7,8
10-20%	15,5	68	5,2	6,9
20-30%	11,2	81	6,2	10,3
30-40%	11,3	122	9,3	11,8
40-50%	10,0	155	11,8	17,6
50-60%	14,8	483	36,9	29,3
Более 60%	8,1	319	24,4	16,4
<b>ВСЕГО</b>	<b>100,0</b>	<b>1310</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

*Источник:* Mygind N., Demina N., Gregoric A. Corporate Governance Cycles During Transition: A Comparison of Russia and Slovenia. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C., p.23.

Несколько по-иному обстоит дело в Польше. Исследование, проведенное на 500 крупнейших польских промышленных компаниях (полные данные удалось получить только для 84), выявило следующие закономерности.

Прежде всего, в структуре собственности крупных польских корпораций преобладают не инсайдеры, а аутсайдеры, несмотря на то, что в ходе массовой приватизации работники имели определенные преимущества и польскую приватизацию часто характеризуют как «инсайдерскую». Последнее утверждение в большей степени относится к мелким и средним, а не крупным предприятиям.

В среднем в 1998 году инсайдеры владели 12,7%, в 2000 – 11,4%. При этом, примерно в 2/3 компаний менеджеры не являлись владельцами акций, а работники не участвовали в собственности примерно в половине из опрошенных компаний. Редко, когда менеджеры и другие сотрудники компании имеют контрольный пакет акций (50% и более) – среди исследуемых компаний таких было только 5%.

В то же время, среди инсайдерских групп, в том числе и на более мелких предприятиях, имеется тенденция, в рамках которой менеджеры усиливают свои позиции в компании, в то время как количество акций, принадлежащих работникам, уменьшается (в крупнейших компаниях этот процесс идет





медленнее, чем на средних и мелких предприятиях). Кроме того, на крупных предприятиях такая группа акционеров, как бывшие сотрудники компании (менеджмент и работники), имеет очень малое значение (такие акционеры присутствуют только на 25% компаний, ставших объектом исследования).

*Таблица 3*

*Структура собственности на крупнейших польских корпорациях (в %, невзвешанная средняя)*

Акционеры	01.01.98	01.01.99	01.01.2000
1. Топ-менеджеры компании	3.4	2.7	4.4
2. Другие сотрудники компании	9.3	8.0	7.0
3. Бывшие сотрудники и менеджеры	2.7	3.4	2.5
4. Другие внешние частные лица	19.2	18.8	17.7
5. Государство	8.8	8.3	7.9
6. Польские промышленные компании	9.2	8.8	10.5
7. Инвестиционные фонды	11.7	11.7	8.1
8. Банки	2.9	2.4	3.0
9. Иностранные инвесторы/компании	19.8	22.3	26.1
10. Другие	6.4	7.2	7.9

*Источник:* P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

Таким образом, крупнейшими акционерами в крупнейших корпорациях Польши являются иностранные инвесторы. К тому же они являются единственной группой акционеров, чья доля в 1998-2000 годах постоянно возрастала. К началу 2000 года они владели контрольным пакетом акций уже в более чем четверти из рассматриваемых компаний. Второй по значимости группой являются польские частные лица, хотя их доля в компаниях постепенно сокращалась. Третья группа – польские корпорации, четвертая – инвестиционные фонды. При этом доля последних в 1999 году упала почти на треть. Зато роль банков незначительна. В 2000 году они владели акциями только на 13,6% рассматриваемых компаний, и только в одной компании в 2000 году банк имел контролирующий пакет акций. Тем не менее, в 8% случаев банки можно было охарактеризовать как стратегических инвесторов: они владели от 20 до 60% акций.

Более чем в 20% компаний контроль принадлежал иностранному инвестору, владеющему более 50% акций. В то же время более мелкие иностранные стратегические инвесторы становились крупнейшими инвесторами в возрастающем числе компаний. Вторая по величине группа



доминирующих акционеров (т.е. владеющих более 50% акций) – польские промышленные компании, причем их число в 1998-2000 постепенно возросло. Третьей по величине группой в 1998 году были инвестиционные фонды, однако к 2000 году они стали только четвертой группой, уступив третью строчку «другим организациям», т.е. фактически польским компаниям, не входящим в промышленный или финансовый сектор экономики. Роль банков является совсем незначительной. Только в 2000 году одному банку удалось занять доминирующую позицию в одной компании.

В 2000 году 41,5% доминирующих инвесторов в крупнейших польских компаниях были иностранными инвесторами, в то время как доля отечественных промышленных компаний составляла 19,5%. А вместе они (плюс «другие организации») являлись доминирующими акционерами примерно в 75% компаний, ставших объектом исследования (см. Приложение 2).

Чаще всего крупнейшим акционером в компании являются отечественные институциональные акционеры. Они постепенно теряют свои позиции – как правило, в пользу иностранных инвесторов, которые становятся крупнейшими акционерами на все большем количестве компаний. Две другие категории, отечественные частные лица-аутсайдеры и инсайдеры, сохраняли свои позиции примерно неизменными в 1998-2000 годах.

*Таблица 4*

*Крупнейший акционер в компаниях (% компаний) (The biggest shareholder category in the companies)*

Крупнейший акционер	01.01.98	01.01.99	01.01.2000
1. Иностранные инвесторы	23.7	27.3	29.6
2. Отечественные институциональные акционеры	44.8	41.5	39.5
3. Отечественные частные лица- аутсайдеры	19.7	18.2	19.8
4. Инсайдеры	11.8	13.0	11.1

*Источник:* P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

В отличие от Польши, в Венгрии структура собственности на приватизированных предприятиях изначально характеризовалась большой долей собственности иностранных инвесторов – благодаря избранной венгерским правительством модели приватизации. К 2000 году иностранные инвесторы в Венгрии по-прежнему оставались крупнейшими собственниками. Так, исследование, объектом которого стала структура собственности 1500



крупнейших венгерских компаний-экспортеров, показала, что в 2000 году доля собственности иностранных инвесторов составляла 46,6%; венгерских компаний – 17,9%; венгерских частных лиц – 30,4%; других (включая государство) – 5,1%.

Причем товарооборот этих компаний был распределен в зависимости от категории собственника следующим образом: на компании, контролируемые иностранными инвесторами, приходилось 81,7%, венгерскими компаниями – 9,3%, венгерскими частными лицами – 6,6%, другими – 2,55%.

Незначительная доля собственности государства в приватизированных компаниях, как в Венгрии, в целом не характерна для стран с переходной экономикой, в большинстве из которых государство по-прежнему играет большую роль в собственности акционерных обществ. Так, типичная структура собственности для приватизированной компании в Хорватии выглядит следующим образом:

20% принадлежит Хорватскому Пенсионному фонду;

10% - местным банкам;

15% - работникам;

10% - ветеранам войны (war veterans);

45% - приватизационным фондам.

Таким образом, государство более или менее прямо контролирует 40% (доли Хорватского Пенсионного фонда, местных банков, многие из которых, даже являясь частными, все же контролируются государством, и ветеранов войны). Все эти доли должны быть помещены под надзор Хорватского Приватизационного фонда, который начал вести себя как достаточно заинтересованный и активный акционер.

В Румынии Агентство по приватизации (APAPS) осенью 2001 года все еще владело контрольным пакетом в 16 компаниях, имеющих листинг на бирже, и миноритарными пакетами на большом количестве предприятий. В 2001 году его портфель включал в себя акции 1135 компаний. Однако, учитывая крайне распыленную собственность на оставшиеся акции, государство фактически сохраняет контроль на большинстве компаний, входящих в пакет APAPS после программы массовой приватизации. Особенно это характерно для огромного количества предприятий, чьи акции торгуются на RASDAQ, где после приватизации собственность оказалась разделенной между государством-



владельцем миноритарного пакета акций и тысячами «безмолвных» (по выражению экспертов ОЭСР) миноритарных акционеров.

В Болгарии, по оценке OECD, государство контролировало в 2001 году в среднем 18% капитала<sup>42</sup>. В Польше крупные пакеты акций также по-прежнему находятся в руках государства (в среднем 8%, а всего государство имеет акции более чем в половине из представленных компаний) и, судя по динамике показателей, правительство не спешит продавать свои акции. Хотя в некоторых случаях проблема состоит в том, что государство просто не может продать свои пакеты, поскольку каждое второе предприятие, доля государства на котором превышает 20%, нерентабельно, а, кроме того, часто имеет стратегического инвестора, владеющего контрольным пакетом акций. Естественно, что в таких обстоятельствах, стратегический инвестор уже не заинтересован в покупке дополнительных акций, поскольку это не будет означать увеличения его контроля, но в то же самое время приведет к росту участия в убытках компании, а для других инвесторов миноритарные пакеты на таких предприятиях малопривлекательны. Как видно из Приложения 2, среди пяти крупнейших акционеров, стратегических, но не доминирующих (то есть владеющих от 20 до 50% акций), государство занимало первое место. В 2000 году государство было стратегическим инвестором на 19,2% компаний. И этот показатель меньше показателя 1998 года всего на 3 процентных пункта. Это значит, что почти в каждой пятой приватизированной крупной компании в Польше государство все еще имеет значительное влияние как собственник (по крайней мере, формально).

Как уже было отмечено выше, особенностью стран ЮВЕ является то, что существенную роль в структуре собственности предприятий продолжают играть различные институциональные инвесторы, прежде всего бывшие приватизационные фонды.

В Болгарии в приватизационных аукционах участвовало 81 приватизационных фонда, имеющих лицензию, которые приобрели порядка 60-90 миллионов акций, предлагаемых 1060 предприятиями. Почти все

---

<sup>42</sup> Mesnard M. A comparative overview of the corporate governance framework in South East Europe. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001, p. 12-15.



приватизационные фонды в последствии были преобразованы в холдинговые компании. Всего таких холдингов в 1997 году было 75, к августу 2002 года их число сократилось до 45<sup>43</sup>, но только 4-5 из них действительно ведут себя как активные игроки, имеют большую известность и являются по-настоящему крупными организациями. В настоящее время на BSE-Sofia торгуются приблизительно 30 экс-приватизационных фондов, причем половина из них - на официальном рынке. Цена их акций находится, как правило, на уровне номинала.

Следует отметить тенденцию к концентрации в рамках структуры собственности холдинговых компаний. Произошла существенная реорганизация холдингов, через непрозрачные сделки и увеличения капитала, что привело к созданию сложных структур из холдингов и субхолдингов. Реорганизация обычно происходила с использованием вполне законных методов, однако *de facto* она привела к размыванию государственной доли и установлению полного контроля менеджмента.

Кроме того, потенциально крупными институциональными инвесторами в Болгарии также являются пенсионные фонды, чьи совокупные чистые активы к концу 2002 года превысили \$166 млн., причем рост общей стоимости их активов вырос с конца 2001 на 78%. Однако пока они недостаточно активны<sup>44</sup>.

В Румынии самыми крупными институциональными инвесторами являются ФИФы (финансовых инвестиционных компаний). Это – очевидный результат приватизации, когда выданные гражданам в ходе первой программы сертификаты собственности, а также приватизационные купоны, выданные гражданам в ходе второй, массовой, приватизации, могли быть использованы для приобретения акций ФИФов. В результате этого процесса порядка 30-60% капитала коммерческих предприятий оказались распределены между этими 5 ФИФами. После 1996 года ФИФы были преобразованы во взаимные фонды (*mutual funds*). Структура капитала ФИФов крайне расплывлена. С 1999 они получили листинг на BSE (Бухарестской фондовой бирже) и стали главными игроками на бирже, как наиболее ликвидные субъекты (22% от общего

---

<sup>43</sup> Belev B. Institutional Investors in Bulgarian Corporate Governance Reform: Obstacles or Facilitators? *Journal of World Business* 38 (2003), p. 363

<sup>44</sup> Там же.



оборота). При этом они сами являются акционерами в других компаниях, имеющих листинг на бирже.

ФИФы функционируют как акционерные общества. Это самоуправляемые фонды (self - managed funds), на 100% частные. ФИФы управляют портфелем акций инвестируемых ими компаний и осуществляют инвестиционную деятельность. Всего ФИФов пять: Banat-Crisan, Moldova, Muntenia, Oltenia, Transilvania. Их общая капитализация по состоянию на 23 октября 2002 года составляла примерно \$275 млн. В то же время, общая чистая стоимость их активов (Net Asset Values) составляла примерно \$610 млн. Общее число компаний, чьи акции находятся в портфелях ФИФов, равнялось 2106, причем более половины из них имели листинг на BSE или рынке RASDAQ. При этом, в большинстве компаний (65%) ФИФы владели пакетом от 5 до 33% (см. Таблицу 5)<sup>45</sup>.

*Таблица 5*

*Румынские финансовые инвестиционные фонды (ФИФы) – по состоянию на сентябрь 2002 года*

	ФИФы					Общее число компаний	В %
	Banat-Crisan	Moldova	Transilvania	Muntenia	Oltenia		
<i>Портфель ФИФов:</i>							
Компании, зарегистрированные на BSE	18	9	11	22	19	79	3,75
Компании, зарегистрированные на RASDAQ	372	145	263	154	113	1047	49,72
Незарегистрированные компании	225	187	145	122	51	730	34,66
Другие компании	19	84	9	55	83	250	11,87
<b>Всего компаний</b>	<b>634</b>	<b>425</b>	<b>428</b>	<b>353</b>	<b>266</b>	<b>2106</b>	<b>100,00</b>
<i>Доля ФИФов в собственности компаний:</i>							
Менее 5%	95	47	41	111	51	345	16,38
5-33%	447	290	257	217	158	1369	65,00
33-50%	38	51	84	4	29	206	9,78
Более 50%	54	37	46	21	28	186	8,83

<sup>45</sup> A. Ionita. Functioning of Boards of Directors in Romania. Third meeting of the South Eastern Europe Corporate Governance Roundtable, Zagreb, Croatia, 21-22 November 2002, p. 52-54.



<b>Всего компаний</b>	<b>634</b>	<b>425</b>	<b>428</b>	<b>353</b>	<b>266</b>	<b>2106</b>	<b>100,00</b>
-----------------------	------------	------------	------------	------------	------------	-------------	---------------

*Источник:* A. Ionita. Functioning of Boards of Directors in Romania. Third meeting of the South Eastern Europe Corporate Governance Roundtable, Zagreb, Croatia, 21-22 November 2002, p. 62.

В Хорватии было создано 7 приватизационных фондов, которые контролируют крупные пакеты акций на приватизированных предприятиях. Приватизационные фонды являются компаниями закрытого типа (closed-end companies), их акции продаются по цене значительно ниже номинала, что отражает неликвидность их портфелей.

Приватизационные фонды и холдинговые компании получили заметное распространение в странах ЮВЕ, поскольку, во-первых, они являются центром корпоративной собственности. Так, в Болгарии 10 крупнейших холдингов, как считается, контролируют большинство крупных компаний. В Румынии ФИФы являются самыми важными агентами корпоративного управления. Во-вторых, как крупнейшие акционеры, контролирующие миноритарных акционеров или по крайней мере важнейших из них, они находятся в привилегированном положении, позволяющем им влиять на общие методы корпоративного управления.

В Польше, согласно законодательству (закон от 28 августа 1997 об инвестиционных фондах и др.), существует пять главных типов инвестиционных фондов: общие (general) открытый и закрытые фонды, специализированные открытые и закрытые фонды, и смешанные (mixed) фонды. Капитал фондов был аккумулирован в результате эмиссии ваучеров или инвестиционных сертификатов.

Инвестиционные фонды жестко контролируются законами и Комиссией по биржам и ценным бумагам. Деятельность открытых фондов, которые покупают акции компаний, контролируется особенно жестко. Пакет акций одной компании не может превышать 5% портфеля фонда (этот предел может быть увеличен до 10%, если такие инвестиции в целом составляют менее 40% всего портфеля). Фонды не могут приобретать более 10% голосующих акций компании. Фактически польское законодательство препятствует институциональным инвесторам становится активными главными инвесторами (active core investors), и ограничивает их роль как пассивных игроков на рынке ценных бумаг.



В середине 2002 в Польше было приблизительно 130 инвестиционных фондов. Их чистые активы составляли 14,9 млрд. злотых. Особый интерес с точки зрения изучения пост-приватизационных процессов представляют собой две группы фондов.

Первая группа - Национальные Инвестиционные фонды (НИФ), которые были частью массовой программы приватизации. Позднее НИФы реструктурировали свои портфели и продали множество компаний. 36 компаний из программы «НИФ» (NIF program) вошли на WSE (Варшавскую фондовую биржу). Некоторые НИФы изменили характер своей деятельности и занялись венчурным капиталом и частными инвестициями в акции (private equity investments). К концу 2001 НИФы владели пакетом более чем в 5% в 15 компаниях, зарегистрированных на бирже.

Вторая группа – пенсионные фонды, которые появились в ходе пенсионной реформы, начавшейся в 1999 году. Инвестиционная деятельность пенсионных фондов жестко регламентирована (закон от 28 августа 1997 года об организации и деятельности пенсионных фондов, и другие законы). Они могут вкладывать средства только в «безопасные» активы, то есть могут покупать только акции компаний, имеющих листинг на бирже (publicly listed companies) (не более, чем 40% от портфеля пенсионного фонда). Фонд не может иметь более 5% акций одной компании, а акции одной компании не могут составлять более 5% портфеля фонда. Деятельность пенсионных фондов контролируется Комиссией по страхованию и наблюдению за пенсионными фондами.

Несмотря на установленные законодательством ограничения, сформировалась сильная группа из 17 фондов, чьи инвестиции на WSE составляют 6% капитализации биржи. Пенсионные фонды имеют постоянный приток обязательных пенсионных платежей, поэтому их положение на фондовом рынке, в частности на WSE, будет укрепляться и в дальнейшем. С другой стороны, ограниченный организованный рынок не способен удовлетворить растущий спрос на ценные бумаги, предъявляемый пенсионными фондами.

В исследовании, проведенном польским Центром социальных и экономических исследований, изучается эволюция структуры собственности в 15 НИФах и 512 предприятиях, включенных в программу массовой приватизации. На этих предприятиях проявилась сильная тенденция к





концентрации собственности (в 2000 С146=48,3) с одновременным значительным перераспределением прав собственности. В течение пятилетнего периода (1995-2000), 245 компаний (48%) перешли к стратегическим инвесторам, при этом 52 из них были проданы иностранным инвесторам (10% всего количества). 80 компаний (15%) обанкротились или вступили в процедуру банкротства или процесса ликвидации. 36 компаний (7%) котируются на WSE.

НИФы потеряли контроль над большинством компаний, которые перешли к доминирующим собственникам. В качестве доминирующих владельцев появились другие компании и частные лица. В среднем, большинство стратегических инвесторов достигли полного контроля (более 50%) над собственностью компаний (см. Таблицу 6).

*Таблица 6*  
*Эволюция структуры собственности в компаниях, принадлежавших*  
*НИФам*

Крупнейший акционер (более 15% акций)	Количество предприятий в 2000	Пакет акций (equity holdings) в %, среднее
Отечественные инвесторы	193	58.6
Из них:		
Сотрудники	13	55.4
Частные лица	48	55.0
Другие фирмы	116	60.6
Финансовые организации	10	32.8
Другие НИФы	6	35.4
Иностранные инвесторы <sup>a</sup>	52	73.7
Иное:		
Компании, имеющие листинг на WSE <sup>b</sup>	36	
Ликвидировано	12	
Обанкротилось	68	

<sup>a</sup> На иностранных инвесторов пороговое значение в 15% акций не распространяется.

<sup>b</sup> 25 из этих компаний включено в группу «отечественные инвесторы» как крупные акционеры.

*Источник:* Błaszczuk, B.; Górczyński, M.; Kamiński, T.; Paczowski, B.: Secondary Privatization in Poland (Part II): Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, *CASE Reports*, 48, CASE, 2001.

<sup>46</sup> С1 – доля крупнейшего акционера.



### 2.3. Концентрация акционерной собственности, трансформация в партнерства и де-листинг

В странах с переходной экономикой очевидны среди наиболее явных и устойчивых тенденций изменения структуры собственности прежде всего следует указать возрастающую концентрацию собственности в компаниях, преобразование открытых акционерных обществ в общества с ограниченной ответственностью, де-листинг публичных корпораций и формирование холдинговых компаний на базе бывших приватизационных фондов.

Тенденция к *концентрации собственности* проявляется в различных формах и отмечена в той или иной степени в разных странах. Особенно она заметна в странах, где хорошо продвинулись приватизационные программы, поскольку концентрация собственности является своего рода реакцией второго этапа на результаты ранних программ приватизации.

Как видно из Таблицы 7, концентрация собственности в странах ЦВЕ часто превышает уровень, характерный для континентальной Европы. Во всех странах, кроме Словении с ее специфической «полуоконченной» приватизацией, медианный крупнейший пакет (*median largest stake*) составлял 40% или более. Медианное значение «совокупной силы голоса» (*voting power*) крупнейшего акционера в 1999 году составило 56% в Бельгии, 54% в Австрии, 52% в Италии, но только 39% в Голландии и 33% в Швеции.

Скорее всего, данные для переходных экономик даже преуменьшены, поскольку стандарты отчетности еще далеки от совершенства. Хотя существуют формальные требования к прозрачности «голосующих блоков» (*voting blocks*) (инвесторов голосующих согласованно), в действительности многие собственники скрываются в оффшорах (т.е. нераскрытые собственники) или действуют вместе, опираясь на неофициальные соглашения, не сообщая об этом.

При этом надо отметить еще и следующее обстоятельство. В Польше концентрация собственности выглядит меньшей, чем, например, в Болгарии. Однако при этом необходимо учитывать, что в Польше рассматриваются и



«конечные» голосующие блоки (ultimate voting blocks), в то время как в Болгарии только прямое участие в акционерном капитале 47.

*Таблица 7*

*Доля собственности, принадлежащая трем крупнейшим акционерам (2000/2001)*

	Год	Крупнейший собственник		Второй по величине собственник		Третий по величине собственник		Размер выборки	Комментарий
		Среднее	Медиана	Среднее	Медиана	Среднее	Медиана		
Болгария	2000	59,5	58,1	12,7	10,1	5,5	0,0	104	Прямое участие в акционерном капитале
Чехия	2000	61,1	52,6	26,1	25,3	13,8	13,8	57	Данные по пакетам (Block data)
Эстония	2000	56,2	54,4	9,3	6,7	4,2	0,0	21	Прямое участие в акционерном капитале. Пакет: 5% голосов (Block: 5% of cash flow (=voting) rights.)
Венгрия	2000	46,2	43,7	20,2	19,5	10,4	10,3	63	Прямое участие в акционерном капитале. Ultimate ownership and voting rights available only from July 2001. Пакет: 5% голосов.
Латвия	2001	57,9	55,0	11,1	7,9	3,3	0,0	60	Прямое участие в акционерном капитале. Пакет: 5% голосов.
Литва	2001	54,2	49,9	10,4	9,9	5,4	6,0	45	Прямое участие в акционерном капитале. Пакет: 5% голосов.
Польша	2000	44,6	39,5	15,6	10,4	9,4	5,0	210	Voting block data
Румыния	2000	53,4	53,0	16,5	16,0	9,2	8,0	115	Общее участие в акционерном капитале (прямые и не прямые voting stakes должны быть раскрыты. Information is on voting rights. Compliance though is questionable. Пакет: более 5% голосов.
Словакия	2000	51,6	45,9					28	Компании, имеющие листинг (1 и 2 уровень листинга)
Словения	2000	27,4	22,3	13,4	12,1	9,2	9,5	136	Основано на анализе участия в собственности (предположительно количество голосов соответствует количеству акций. Обычно, firms are not obliged to report voting blocks.
<b>Среднее</b>		<b>51,2</b>	<b>47,4</b>	<b>15,0</b>	<b>13,1</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>		

*Источник:* E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

В Румынии в результате программы массовой приватизации сложилась чрезвычайно рассеянная структура собственности. Однако в настоящее время на Бухарестской фондовой бирже (BSE) подавляющее большинство компаний, исключая крупнейшие финансовые компании (главным образом ФИФы), имеют высоко концентрированную структуру собственности, где имеется либо собственник пакета, превышающего 50%, либо контролирующей компанию

<sup>47</sup> E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition.



собственник меньшего по величине пакета. Первыми являются (данные осени 2001 года): иностранные инвесторы (15 компаний), ассоциации работников (17 компаний), иностранные инвестиционные фонды (4 компании) или холдинги (9 компаний). Владельцами миноритарных, но контролирующих пакетов, обычно являются либо ассоциации работников, либо институциональные инвесторы (ФИФы).

Имеется четкая тенденция, в рамках которой ФИФы концентрируют свои портфели, путем сокращения числа компаний в портфеле и увеличения пакетов остающихся компаний (при этом, некоторые стремятся завладеть большинством акций, а другие предпочитают остаться миноритарными, но контролирующими собственниками). Иными словами, ФИФы ведут себя как стратегические инвесторы. На RASDAQ также существует подобная тенденция к концентрации, и в целом RASDAQ можно рассматривать как рынок поглощений (take-over market). Более половины из 100 топ-компаний, имеющих листинг на RASDAQ, контролируются в основном стратегическими или институциональными инвесторами. Тенденция к концентрации проявляется также и в том, что большинство крупнейших компаний связаны между собой, поскольку их владельцами являются один или несколько инвесторов.

В Хорватии наиболее вероятным развитием событий является рост собственности управляющих (management ownership), также как и доли приватизационных фондов, в то время как доли государства и работников вероятно уменьшаться. В Албании высокая концентрация собственности наблюдается примерно на половине приватизированных предприятий.

В Болгарии, как и в других странах с переходной экономикой, процесс концентрации собственности начался сразу после завершения программ массовой приватизации. Так, 16 крупнейших приватизационных фонда Болгарии имели в своем портфеле в сентябре 1997 года в среднем акции 70 предприятий, а в декабре 1998 – уже только около 40. Например, в портфеле приватизационного фонда "Doverie" число компаний сократилось со 175 до 82, "Petrol fund" – с 66 до 29, "Bulgaria" – с 88 до 19 и т.д. Одновременно происходило увеличение величины пакетов акций, находящихся в портфеле приватизационных фондов. В среднем величина пакета за



этот период выросла с 18% до 24,9%, причем у таких фондов как "Doverie", "Petrol fund", "AKB Fores", "Albena Invest" она превысила 30%; а у "Bulgaria" достигла 45%.

В результате процесса роста концентрации акционерной собственности к июню 1999 года в Болгарии на 614 предприятиях, прошедших через программы массовой приватизации, общее число которых составляет 1040, крупнейший акционер владел половиной всех акций, а на 257 из них величина пакета крупнейшего акционера превысила 66,7% всех акций предприятия.

В Польше, несмотря на то, что в целом по компаниям ни одна из групп акционеров не доминирует (см. данные, представленные выше), уровень концентрации собственности на предприятиях очень высок и продолжает расти. В среднем, один крупнейший акционер владеет контрольным пакетом акций, а на пять крупнейших акционеров приходится более 80%. (см Таблицу 8).

*Таблица 8*

*Величина пакета акций, принадлежащего одному и пяти крупнейшим акционерам (в%, невзвешанная средняя)*

Количество акционеров	01.01.98	01.01.99	01.01.2000
Один крупнейший акционер	54.2	55.7	59.1
Пять крупнейших акционеров	78.2	78.7	80.7

*Источник:* P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

В то время как пять крупнейших акционеров контролируют подавляющее большинство компаний (более 80%), один крупнейший акционер обладает контрольным пакетом примерно в каждой второй компании. Число таких компаний в течение рассматриваемого периода медленно росло. В то же самое время можно сказать, что в течение этого периода около 90% компаний имели по крайней мере одного стратегического инвестора (акционера, владеющего 20% и более акций).

*Таблица 9*

*Компании, где крупнейшие акционеры владеют менее 20% акций, 20-50% акций, более 50% акций (в %)*

Количество акционеров	01.01.98			01.01.99			01.01.2000		
	<20%	20-50%	>50%	<20%	20-50%	>50%	<20%	20-50%	>50%
Один крупнейший акционер	12.3	35.4	52.3	13.8	32.3	53.8	11.0	32.9	56.2
Пять крупнейших акционеров	7.8	10.9	81.3	9.4	10.9	79.7	6.9	9.7	83.3

*Источник:* P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.



Очевидно, что компании с разными категориями крупнейших акционеров отличаются по уровню концентрации собственности. Наиболее концентрированная собственность в компаниях с доминирующим иностранным инвестором. На втором месте – компании, где доминируют отечественные институциональные акционеры. Причем, в отношении последних, наблюдалось существенное увеличение доли, принадлежащей крупнейшему акционеру. В двух других группах крупнейший акционер в среднем не является владельцем контрольного пакета, хотя отечественные частные лица (domestic private individuals) весьма близки к этому. Наименее концентрирована собственность в компаниях, где доминируют инсайдеры. Крупнейший акционер там владеет в среднем долей, в два раза меньшей, чем иностранные инвесторы, хотя уровень концентрации в этой группе растет (см. Таблицу 10).

*Таблица 10*

*Пакеты акций, принадлежащие одному (С1) и пяти (С5) крупнейшим акционерам в компаниях, по категориям крупнейших акционеров (%; невзвешанное среднее)*

Крупнейший акционер	01.01.98		01.01.99		01.01.2000	
	С1	С5	С1	С5	С1	С5
1. Иностранные инвесторы	71.7	93.3	68.5	89.2	73.1	92.2
2. Отечественные институциональные акционеры	52.8	78.6	58.6	85.7	60.4	84.1
3. Отечественные частные лица-аутсайдеры	48.2	61.9	49.5	62.0	44.0	64.3
4. Инсайдеры	27.7	63.0	24.6	56.4	36.2	61.1

*Источник:* P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

50% рассматриваемых компаний приобрело акции других компаний. Некоторые компании являются владельцами акций более чем одной компании, но обычно это зависимые компании из других секторов экономики. Чаще всего компании приобретали контрольные пакеты акций (более 50% акций) или были миноритарными акционерами (владели менее 20% акций). Наиболее активными при это были компании, принадлежащие отечественными институциональным акционерам: 56,2% из них владели акциями других фирм. Второе место принадлежит компаниям с иностранными инвесторами (47,8%), третье – компаниям, где доминируют отечественные частные лица-аутсайдеры (37,5%). Из компаний, принадлежащих инсайдерам, акциями других фирм владели только 33,3%, т.е. они относительно менее активны.



Прежде всего рассматриваемые компании приобретали акции других отечественных промышленных предприятий с отечественным доминирующим собственником - и здесь компании с отечественными институциональными акционерами были наиболее активны. Они также были наиболее активны, приобретая собственность компаний, которые не относятся к определенной категории и определяются как «другой тип фирм». Иностранные инвесторы чаще, чем отечественные собственники, предпочитали приобретать доли в других фирмах, принадлежащих иностранцам. Компании, принадлежащие отечественным частным лицам-аутсайдерам инвестировали меньше чем две вышеупомянутые группы, но если они приобретали собственность, то это были контрольные пакеты (controlling stake). Наименее активны компании, где доминируют инсайдеры, при этом они предпочитают приобретать собственность главным образом в торговых фирмах (см. Приложение 3).

Компании с самым высоким уровнем концентрации собственности, особенно те, где доминируют иностранные инвесторы, имеют более понятные (coherent) структуры корпоративного управления. В компаниях с низким уровнем концентрации собственности, владение самым крупным пакетом часто является формальным и не обеспечивает реального контроля над компанией.

Во многих случаях структура собственности имеет эндогенный характер, поскольку тип продавца сильно зависит от характеристик компании. В то же время, достаточно очевидно, что некоторые типы структуры собственности имеют экзогенный характер, прежде всего там, где собственность сконцентрирована в руках у иностранных инвесторов.

*Таблица 11*

*Структура собственности и концентрация собственности в крупнейших промышленных компаниях Польши (% , простая средняя)*

	1998	1999	2000
<b>Тип акционера</b>			
Топ-менеджеры компании	3.4	2.7	4.4
Другие сотрудники компании	9.3	8.0	7.0
Бывшие сотрудники и менеджеры	2.7	3.4	2.5
Другие частные лица-аутсайдеры	19.2	18.8	17.7
Министерство финансов (the Treasury)	8.8	8.3	7.9
Отечественные промышленные корпорации	9.2	8.8	10.5
Инвестиционные фонды	11.7	11.7	8.1
Банки	2.9	2.4	3.0
Иностранные инвесторы/компании	19.8	22.3	26.1
Другие	6.4	7.2	7.9



<b>Концентрация собственности</b>			
Один крупнейший акционер	54.2	55.7	59.1
Пять крупнейших акционеров	78.2	78.7	80.7

*Источник:* P. Kozarzewski. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.

Такое же исследование было проведено в отношении 560 крупных приватизированных компаний, принадлежащих к нефинансовому сектору. Исследование показало, что уровень концентрации собственности на этой группе предприятий чрезвычайно высок. В среднем, крупнейший акционер владел 68% (если исключить из числа крупнейших акционеров министерство финансов и инвестиционные фонды - 78%). Самый высокий уровень концентрации собственности был на предприятиях, где доминирующей группой акционеров были иностранные инвесторы.

Параллельно с тенденцией к концентрации собственности, существует и другая: многие АО (JSC) *преобразовываются в общества с ограниченной ответственностью (LLC)*.

В Хорватии в ходе процесса приватизации было создано от 2500 до 3000 АО. Это - слишком большое число, если учесть средний размер компаний. Соответственно, текущая тенденция заключается в преобразовании многочисленных АО в ООО (осенью 2001 года было зарегистрировано примерно 100000 ООО). Эта тенденция усиливается, поскольку для многих приватизированных небольших компаний форма общества с ограниченной ответственностью является более простой и гибкой по сравнению с АО.

В Болгарии в настоящее время большинство компаний являются либо единоличными (single proprietorship) либо ООО с одним участником. В случае, когда ООО имеет несколько акционеров, они часто связаны (родственники либо близкие друзья). Что касается АО, многие из них имеют только двух акционеров (один с 99% и другой с 1%). Поэтому нет никаких причин для этих компаний оставаться АО.

В Румынии в декабре 2000 было порядка 23000 АО, из которых активными были только около 12500 и только примерно 2500 имели больше чем 250 служащих. Лишь незначительная часть АО является реальными «корпорациями» в полном смысле этого слова, учитывая их размер, структуру собственности и организационную модель.





Существующая тенденция к *де-листингу* компаний должна поощряться, если речь идет о мелких и средних предприятиях. Действительно, эти компании не имеют средств для доступа к внешнему капиталу, поэтому форма АО им не подходит. Это слишком обременительно и дорого с точки зрения административных и юридических обязательств. Сложные механизмы, предназначенные для обеспечения собраний акционеров и защиты миноритарных инвесторов для мелких и средних предприятий могут быть слишком дорогими.

#### 2.4. Отделение управления от источников финансирования

В классическом восприятии корпоративного управления финансовой основой и стимулом для эффективного корпоративного управления выступают внешние долевые инвестиции (долевое акционерное финансирование).

В докладе по переходным экономикам ЕБРР 1999 г. приводится анализ источников финансирования предприятий по четырем группам стран. Первая группа (страны Центральной Европы, ЦЕ, и Балтии) включает в себя Венгрию, Латвию, Литву, Польшу, Словакию, Словению, Хорватию, Чехию, Эстонию. Вторая группа (страны Юго-Восточной Европы, ЮВЕ) – это Болгария, Молдова и Румыния. Третья группа («центральные страны СНГ») – Беларусь, Россия и Украина. Четвертая («периферия СНГ») – Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Киргизия, Узбекистан<sup>48</sup>.

*Таблица 12*

*Источники финансирования предприятий: вложения в основной капитал (fixed investment), в %, с разбивкой по регионам и формам собственности предприятий*

	Предприятия			Всего
	Приватизированные	Государственные	Новообразованные	
<b><i>Собственные средства</i></b>				
Страны ЦЕ и Балтии	49	44	49	49
Страны ЮВЕ	68	55	65	63
Центральные страны СНГ	69	66	69	69
Периферия СНГ	68	47	71	66

<sup>48</sup> Transition Report 1999. Ten Years of Transition. EBRD, 1999, p. 137.



<b>ВСЕГО</b>	<b>62</b>	<b>50</b>	<b>61</b>	<b>60</b>
<b>Государственные средства</b>				
Страны ЦЕ и Балтии	1	19	0	3
Страны ЮВЕ	2	20	0	5
Центральные страны СНГ	4	22	1	4
Периферия СНГ	2	39	0	8
<b>ВСЕГО</b>	<b>3</b>	<b>26</b>	<b>1</b>	<b>5</b>
<b>Банковские кредиты</b>				
Страны ЦЕ и Балтии	18	8	10	12
Страны ЮВЕ	10	10	7	8
Центральные страны СНГ	7	5	6	6
Периферия СНГ	4	2	4	3
<b>ВСЕГО</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<b>Продажа ценных бумаг</b>				
Страны ЦЕ и Балтии	11	7	12	11
Страны ЮВЕ	3	2	1	1
Центральные страны СНГ	2	2	1	1
Периферия СНГ	5	1	1	2
<b>ВСЕГО</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>

*Источник:* Transition Report 1999. Ten Years of Transition. EBRD, 1999, p. 137.

По состоянию на 1999 год основным источником финансирования предприятий во всех странах ЦВЕ и СНГ оставались *собственные средства предприятия*. В странах Центральной Европы и Балтии доля собственных средств немного ниже средней величины, но, тем не менее, достигала 49% (средняя величина – 60%). Немного меньше поступало им и средств из государственных источников (3%, средняя величина – 5%). Зато именно в этих странах большее распространение получили такие источники как банковские кредиты (12%, что в полтора раза выше средней величины – 8%) и продажа ценных бумаг (11%, более чем в 2 раза выше средней величины – 5%). Показатели стран трех других групп (ЮВЕ, центральные и периферийные страны СНГ) очень близки друг к другу.

Что касается анализа предприятий по формам собственности, то здесь результаты вполне закономерные. Государственные предприятия в целом меньше используют собственные средства (50%, при средней в 60%), банковские кредиты (соответственно, 6 и 8%) и средства, привлеченные от продажи ценных бумаг (соответственно 3 и 5%), и в гораздо большей степени –



государственные средства (26% и 5% соответственно). Показатели для приватизированных и новообразованных предприятий в целом близки друг другу. Стоит только отметить, что приватизированные предприятия привлекают за счет банковских кредитов 11% средств, новообразованные – 7%, причем в странах ЦЕ и Балтии эти показатели достигают 18 и 10% соответственно.

При этом надо учитывать, что статистика в большинстве стран с переходной экономикой не предоставляет прямой информации об источниках инвестирования предприятий нефинансового сектора. Поэтому выводы о значимости того или иного источника приходится делать, опираясь на другие источники информации, например, на показатели системы национальных счетов (СНС).

Так, исходя из показателей СНС в Болгарии, можно отметить, что в конце 2001 года долгосрочные инвестиции в корпорации всех форм собственности нефинансового сектора составили 4,1% от общей величины их активов, а долгосрочная задолженность корпораций - 15,7% от общего размера их обязательств. При этом задолженность по банковским ссудам достигала 6,4%, задолженность связанным предприятиям – 2,5%, прочая долгосрочная задолженность – 5,3%.

Показатели государственного и частного секторов отличались друг от друга. Так, для предприятий государственного сектора общая величина долгосрочной задолженности составляла 13% от общего объема обязательств, при чем задолженность перед банками – 9%, а задолженности перед так называемыми связанными предприятиями не было вовсе. Что касается частного сектора, то здесь цифры были такими: долгосрочная задолженность к общему объему обязательств составила более 16%, из них задолженность перед банками – 5,1%, перед связанными предприятиями – 3,5%.

Что касается краткосрочной задолженности, то она превышала 43% от величины всех обязательств предприятий (в государственном секторе – 26%, в частном – 50,5%). Структура этой задолженности была следующей:

поставщикам – 16% всех обязательств (в государственном секторе - 9,6%, в частном – 18,5%);

связанным предприятиям – 5,7% (в частном секторе - 7,7%);

банкам – 4,2% (в государственном секторе – 2,1%, в частном - 5%),



государственному бюджету – 3,3% (в государственном секторе – 3,9%, в частном -3%),

частным лицам – 1,5%,

системе социального страхования – 1,1%.

Возможен и другой подход к данной проблеме – когда источники финансирования корпораций оцениваются, главным образом, качественно. Например, в источники финансирования венгерских компаний в исследовании 2003 года были оценены следующим образом (средний показатель значимости источника финансирования, по пятибалльной шкале, 5 – максимальная оценка):

Нераспределенная прибыль – 3,4;

Заимствования у венгерских банков – 2,18;

Вложения иностранных владельцев – 1,7;

Заимствования у отечественных собственников – 1,67;

Торговые кредиты – 1,46;

Заимствования у иностранных банков (расположенных за границами Венгрии) – 1,15;

Рынок ценных бумаг – 1,149.

Можно указать несколько причин низкого интереса к внешнему акционерному финансированию в конце 90- начале 2000-х гг. Во-первых, всеобщий спад на мировых фондовых рынках оказал свое влияние и на фондовые рынки стран с переходной экономикой.

Во-вторых, растет уровень концентрации собственности, и в большинстве стран имеется обязательное требование к владельцу, превысившему определенный порог во владении акциями, предложить выкуп остальной части компании (в Венгрии этот порог составляет 33%+1 акция и оно рассчитывается как процент к общему количеству голосов, в Латвии и ряде других стран – 50%). В результате, они должны уходить с фондовой биржи (одно из требований к листингу – в свободном обращении должно находиться определенное (например, 25%) количество акций).

Во-третьих, ужесточение требований к листингу (в т.ч. требования к минимальному размеру капитала, раскрытию и прозрачности информации)



заставило многие компании осуществить де-листинг. Низкое количество первичных открытых предложений (initial public offerings) и добровольный де-листинг означает, что издержки листинга превышают выгоды. Имеющие листинг компании должны предоставлять гораздо больше информации на регулярной основе, чем компании, не имеющие листинга, и являются субъектами гораздо более пристального наблюдения и контроля.

Через приватизационные программы было создано и зарегистрировано на бирже чрезмерное количество акционерных обществ (JSC). Фактически листинг происходил «насильно». Так, в Болгарии в результате первой массовой приватизации 1996-1997 года, публичными компаниями стали 1052. В 1999 году на Болгарской фондовой бирже торговались акции 861 компании, в 2000 их число уменьшилось до 527, в 2001 – до 435, в 2002 – до 345. В результате капитализация BSE-Sofia составила в 2002 году только 4,44% от ВВП Болгарии.

Осенью 2001 года в Болгарии было возможно превращение публичной корпорации в АО закрытого типа, если ее капитал составлял меньше 200 тыс. DM. Поскольку мажоритарный акционер и менеджмент в компаниях часто совпадают, они могут предпочесть превратить компанию в закрытое АО, поэтому закрытыми часто оказываются даже крупные и привлекательные для инвесторов компании, а тенденция к «закрытию» акционерных обществ несомненно продолжится.

Это подтверждается, в частности, опросом 2250 предприятий нефинансового сектора (real sector), проведенном в первом квартале 2003 года Центром экономического развития. На вопрос «Как бы вы оценили финансирование компании через эмиссию ценных бумаг и их размещение на фондовом рынке?» более 1/3 всех опрошиваемых ответили, что этот механизм им незнаком, более 26% оценили его как неподходящий для них, а примерно 3% опрошенных назвали его слишком дорогим. Таким образом, около 62% опрошенных предприятий либо не знакомы с механизмом финансирования предприятия через фондовый рынок, либо считают его применение на своих предприятиях невыгодным. И только 11% предприятий сообщили, что считают финансирование через эмиссию ценных бумаг возможным. Похожие результаты

---

<sup>49</sup> Meagher P. Changing Hands: Governance and Transformation in Hungary Financial Sector/ Review



были получены в мае 2003 года компанией «Vitosha Research» и Центром изучения демократии для 116 публичных корпораций. Финансирование через торговлю ценными бумагами на фондовой бирже для своих компаний признали возможным только 24,1% респондентов, вероятным (completely possible) – 13,8%. В то же время почти половина – 44% - респондентов назвала этот механизм невозможным либо труднодоступным<sup>50</sup>.

В Румынии многие имеющие листинг на бирже компании находятся во власти стратегических инвесторов, которые оказались в ловушке в связи со структурой собственности, унаследованной от процесса приватизации. Эти крупные компании имеют листинг на бирже и мажоритарного инвестора, который предпочел бы превратить компанию в закрытое АО, чтобы избежать проблем с большим количеством миноритарных инвесторов. Они хотели бы осуществить де-листинг de facto, но это очень трудно, если компания имеет тысячи акционеров-физических лиц. Чтобы осуществить де-листинг, количество таких акционеров должно быть сокращено до 500. И издержки такой трансакции могут быть превышать стоимость соответствующих долей. Для рынка RASDAQ некоторые эксперты дают следующую оценку: около 80% компаний должны осуществить де-листинг, по крайней мере, по той причине, что они не выполняют требования к прозрачности компании.

В зависимости от роли, которую банки могут играть в долговременном финансировании предприятий, возможно выделение банковско-ориентированной либо рыночно-ориентированной (то есть через привлечение средств через фондовый рынок) финансовой системы. Типичной является ситуация в Польше.

Одной из особенностей польской модели приватизации является очень скромная роль банков (по крайней мере в том, что касается приобретения государственного имущества). Исследование, проведенное на ряде крупнейших польских промышленных компаний, показывает, что участие банков в их структуре собственности незначительно. Из 84 компаний, предоставивших

---

of Central and East European Law 2000-3 No.1. Kluwer Law International, 2003, p. 58.

<sup>50</sup> Insiders, Outsiders, and Good Corporate Governance in Transitional Economies: Cases of Russia and Bulgaria. Final Analytical Report by Institute for Industrial and Market Studies at HSE, Russia, Center for Comparative Studies, Bulgaria, and Timothy Frye, Ohio State University, USA. Forum II Corporate



информацию о своей структуре собственности, в 2000 году банки владели акциями только в 11 из них и только одной компании банк являлся владельцем контрольного пакета<sup>51</sup>.

Поскольку в Польше фондовый рынок развит слабо, банковские кредиты являются наиболее значимым источником внешних финансовых поступлений. Тем не менее, несмотря на отсутствие весомых ограничений, банки, как правило, ограничивают свое участие в компаниях, предоставляя кредиты, но обычно не проявляя интереса к участию в акционерном капитале компании. Только один польский банк активно пытается приобретать имущество (BRE Bank). Банки не заинтересованы и в обмене долгов на акции (debt-to-equity swaps), который мог бы осуществляться согласно закону о Коммерциализации и приватизации (как самостоятельный метод коммерциализации государственных предприятий – известно только 14 таких случаев) и закону о финансовой реструктуризации предприятий и банков от 4 марта 1993 года. Еще одна причина малой роли банков в корпоративном контроле – неразвитость самого рынка банковских кредитов, особенно в секторе средних и мелких предприятий.

Тем не менее общее влияние банков на компании гораздо выше, чем об этом можно было бы судить, опираясь только на информацию о структуре собственности. Как было показано выше, польские банки имеют высокое, даже слишком высокое (с учетом их участия в собственности) представительство в наблюдательных советах компаний. При этом банки достаточно редко имеют необходимость вмешиваться в дела компании для разрешения кризисных ситуаций, вызванных задержкой выплат процентов и основной суммы долга. Если проблема возникает, в каждом случае банк старается ее решить путем личных переговоров с менеджерами компании, которые в большинстве случаев заканчиваются реструктуризацией долговых выплат.

Если банк владеет акциями компании, он старается прежде всего повлиять на назначение членов в исполнительный совет и на стратегические инвестиционные решения, принимаемые в компании, не вмешиваясь в процесс принятия оперативных решений. То есть он ведет себя как собственник, хотя в большинстве случаев банк является в то же время и кредитором компании (в 10 случаях из 11).

В целом в отношении роли банков в управлении польскими крупнейшими промышленными компаниями можно сделать следующие выводы:

- роль банков выше, чем их участие в собственности компаний и уровня их участия в наблюдательных советах. Тем не менее, общая роль банков все еще является очень скромной.

- банки имеют важные каналы для наблюдения за ситуацией в большинстве компаний, т.е. очевиден потенциал для роста влияния банков на управление компаниями;

- банки рассматривают компании в основном как действующих либо потенциальных должников, а не объект собственности;

---

Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C., p. 41-42.

<sup>51</sup> P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.



- менеджеры компаний не рассматривают участие банков в наблюдательных советах как значимый инструмент банковского влияния в компании.

## **2.5. Развитость внешних механизмов корпоративного управления**

### *2.5.1. Защита основных прав акционеров*

К началу 2000-х гг. на законодательном уровне основные права акционеров в большинстве стран с переходной экономикой, такие как регистрация собственности и переход (передача) акций, были обеспечены относительно надежно. Тем не менее эта ситуация сложилась не так давно и касается в основном торговли ценными бумагами.

В 2000-2001 году большинство стран ЦВЕ и СНГ внесли изменения в корпоративное законодательство, приняли новые законы об акционерных обществах (либо внесли важные поправки в уже существующие), а также внесли поправки в гражданский и торговый кодексы. По сути, в последние годы наибольшим изменениям подвергся именно этот сектор коммерческого права. В ряде случаев поправки были связаны с процессом приведения законодательства стран с переходной экономикой в соответствие с требованиями ЕС. Это касается, например, поправок, связанных с детализацией процедуры предоставления информации компанией и увеличением минимума акционерного капитала. Другие изменения связаны с проблемами защиты прав миноритарных акционеров в связи с ростом числа слияния и поглощения компаний.

Право участия и голосования на общем собрании акционеров формально предоставляется во всех бывших социалистических странах, но эффективная способность акционеров влиять на процесс принятия решений на самом деле невелика. Широко распространены методы, препятствующие акционерам, особенно миноритарным, действительно участвовать в общих собраниях акционеров и голосовать на них. Эти методы связаны с информацией о собрании акционеров, месте его проведения и процедурах голосования.

Один из таких методов очень прост – акционеров просто информируют о собрании слишком поздно. Законодательство может требовать, чтобы





информация о годовом собрании акционеров публиковалась в газетах, однако не всегда уточняется в какой именно газете. Например, для Хорватии типично, если информация издается в собственной малоизвестной газете компании, даже если закон требует, что такая информация появилась на страницах официальной прессы за 30 дней до даты собрания. В Румынии повестка должна быть опубликована в официальной либо местной газете, по крайней мере, за две недели до собрания.

Собрания акционеров иногда проходят в отдаленных местах, что тоже препятствует присутствию на них миноритарных акционеров. Однако это злоупотребление настолько широко критиковалось, что в законодательство ряда стран были внесены соответствующие изменения. Например, в Болгарии в законодательстве были установлены более точные требования к годовому собранию акционеров, в том числе требование проводить его в головном офисе компании. В Хорватии годовое собрание акционеров должно проходить либо в головном офисе компании, либо на фондовой бирже.

Повестка дня должна быть предоставлена акционерам перед собранием, однако она часто бывает весьма общей и неопределенной. Кроме того, акционеры не всегда имеют возможность добавить в повестку дня свои пункты. Так обстоит дело, например, в Хорватии, хотя акционеры там имеют возможность принимать решения об эмиссии не по повестке дня при условии, что на это имеется единодушное согласие акционеров. Учитывая структуру собственности, обычно это означает, что акционеры не имеют другой возможности проголосовать по поводу эмиссии, кроме как путем включения этого вопроса в повестку дня.

Четкие положения, препятствующие компаниям вводить процедуры, затрудняющие участие акционеров в голосовании, не всегда содержатся в законодательстве или инструкциях фондовых бирж и комиссий по ценным бумагам. Так обстоит дело, например, в Хорватии, хотя Загребская фондовая биржа предприняла ряд жестких действий, препятствующих такому поведению компаний. Биржа действительно приостановила торговлю акциями компаний, требующих для участия в голосовании денежных взносов, физического присутствия акционеров или предоставления документов, которые трудно получить.



В то же время надо заметить, что воспрепятствование миноритарным акционерам голосовать на годовых собраниях акционеров не является самой большой проблемой в большинстве стран, поскольку концентрация акционерной собственности, как правило, такова, что предложениям владельцев контрольного пакета акций гарантировано почти автоматическое одобрение на годовых собраниях акционеров.

В Коммерческом Кодексе Польши изложены фундаментальные права акционеров и их отношения с управляющими органами. Акционеры имеют право участвовать в собраниях акционеров. Прежний Кодекс позволял некоторым акциям иметь не один голос, а больше (до пяти голосов), однако в новом Коммерческом Кодексе число таких голосов уменьшено. Максимальная привилегия при голосовании в АО теперь составляет два голоса на одну акцию, и три голоса на одну акцию в обществе с ограниченной ответственностью. Никакие акции не могут быть лишены права голоса. При этом компании, имеющие листинг на Варшавской фондовой бирже, должны соблюдать принцип «одна акция, один голос». В новом Кодексе также содержится концепция привилегированных акций.

Акционеры также имеют преимущественное право на подписку в случае увеличения капитала в пропорции к их доле в акционерном капитале компании. Однако они могут быть лишены своего права на преимущественную покупку акций, если это предусмотрено уставом или решением акционеров, принятым большинством в 4/5. Акции могут быть выкуплены, только если предусмотрено уставом компании.

Собрания акционеров созываются через публичное уведомление, кроме тех случаев, когда все акционеры присутствуют и согласны провести собрание без такого уведомления. Объявление должно быть сделано, по крайней мере, за три недели до даты собрания и должно содержать повестку дня. На собрании могут обсуждаться только вопросы, которые были включены в повестку дня. Для того чтобы решения общего собрания акционеров вступили в силу, они должны быть нотариально заверены.

На общем собрании акционеров акционеры одобряют финансовый отчет компании, включая бухгалтерский баланс и счет прибылей и убытков за предшествующий год, а также отчеты совета управляющих и наблюдательного совета. Акционеры также одобряют распределение прибыли, включая



объявление о выплате дивидендов или резервов для покрытия убытков, и принимают решения, утверждающие исполнение обязанностей членами совета управляющих и наблюдательного совета. Одобрение акционеров также требуется для увеличения капитала, для закупки, аренды или продажи собственности предприятия, включая недвижимость, если только уставом компании не устанавливается иное.

Одно из наиболее важных новшеств нового Кодекса заключается в принятии института разрешенного к выпуску акционерного капитала. Более того, акционер может принять решение, уполномочивающее совет управляющих выпустить новые акции для предложения их держателям облигаций и/или служащим и администраторам (условное увеличение капитал). Через конвертацию облигаций в акции, выпущенный по подписке акционерный капитал компании автоматически увеличивается без необходимости регистрации в коммерческом реестре. Разрешенный к выпуску акционерный капитал и условное увеличение капитала имеют целью снижение затрат финансирования компании, снижение юридических рисков, связанных с принятием решений на общем собрании акционеров.

Акционеры, держатели одного и того же класса акций, должны быть равноправными. Статья 410 предусматривает, что компания может выпускать новый класс акций, которые могли бы нанести ущерб держателям акций других классов, только если специальное решение по внесению поправки в устав компании было принято отдельно для каждого класса акций. Тем не менее кодекс разрешает компаниям выпускать привилегированные акции, которые имеют специальные права (например, право на получение особых дивидендов или на назначение членом в органы управления компанией, или право на голосование одной акцией как несколькими голосами), если это предусмотрено уставом компании.

Устав компании может ограничивать право на голосование акционеров, владеющих значительным количеством акций, чтобы защитить миноритарных акционеров. Например, владельцам значительного пакета акций может быть запрещено голосовать более чем 25% голосами на общем собрании акционеров, несмотря на то, что они исполняют все обязанности приобретателей значительных пакетов акций. Тем не менее ни один акционер не может быть лишен права внести хотя бы один голос при принятии решений. Предложения



по слиянию компаний, эмиссия облигаций, поправки в устав компании требуют большинства в 75% от всех голосов. Поправки, ограничивающие права акционеров, принадлежащих к какому-либо классу, требуют согласия от всех акционеров, входящих в этот класс. Предложения об изменении деятельности компании требуют согласия в 2/3 голосов. Решения о покупке недвижимого имущества, на сумму, превышающую одну пятую оплаченного акционерного капитала, требует большинства в 2/3 голосующих акций.

Коммерческий Кодекс предусматривает также, что акционеры, представляющие десятую часть капитала компании, имеют право требовать созыва собрания акционеров, если совету управляющих не удастся это сделать. Они могут также предлагать решения для принятия на общем собрании акционеров. Статья 216 устанавливает, что в обществах с ограниченной ответственностью, держатель как минимум 10% доли капитала компании может потребовать проверки финансовой отчетности компании<sup>52</sup>.

Теоретически во всех рассматриваемых странах акционерам обычно предоставляется право голоса при отсутствии на собрании акционеров. Но фактическое использование права голосовать с использованием доверенности может быть *de facto* гораздо более ограниченным, поскольку могут существовать препятствия для практического осуществления голосования по доверенности.

В Болгарии это следует непосредственно из законодательства (закон о публичном предложении акций), который принимался, в том числе, и с целью предотвратить злоупотребления, часто возникавшие при голосовании по доверенности.

В соответствии с законодательством Хорватии, акционер вправе осуществлять свое право на голосование через уполномоченного им представителя. Доверенность, выдаваемая представителю, должна быть выполнена в письменной форме, нотариально заверена и предоставлена в компанию. Таким образом, процедура является достаточно сложной.

---

<sup>52</sup> Poland. Corporate Governance Assessment And ROSC Module. World Bank Group, 1999.



В Румынии законодательство также позволяет акционерам быть представленными на собрании представителем путем выдачи ему доверенности, однако на практике этим правом мало кто пользуется.

В Польше акционеры также вправе осуществлять свое право на голосование путем выдачи доверенности на голосование. В целом нет никаких ограничений относительно того, кто может быть назначен представителем, если только такие ограничения не содержатся в уставе корпорации. Не могут быть назначены представителями члены совета директоров и персонал компании (за исключением некоторых приватизированных компаний). Доверенность представителя не должны быть нотариально заверена, однако, чтобы иметь силу, она должна быть выполнена в письменной форме и приложена к протоколу собрания акционеров.

Акционеры не могут ни лично, ни через представителя, ни в качестве представителя других лиц голосовать при принятии решений, касающихся их ответственности перед компанией, вне зависимости от причин ответственности, а также касающихся получения ими вознаграждения или соглашений и противоречий между акционерами и компанией. Новый Кодекс гарантирует каждому акционеру право получать информацию от совета управляющих. Совет может отказаться предоставить информацию только в случаях, определенных законом (например, раскрытие коммерческой конфиденциальной информации).

Во всех странах ЮВЕ право акционера на получение дивиденда остается весьма теоретическим, поскольку огромное количество крупных и даже имеющих листинг на бирже компаний за последние несколько лет не распределяли дивиденды. Отсутствие дивидендных выплат – главное препятствие для развития рынков капитала, тем более, что это останавливает портфельных инвесторов от входа на такие рынки.

В отношении стран ЮВЕ можно отметить также следующее:

- очень небольшое количество компаний проводит дивидендную политику, ясно связывающие выплату дивидендов с прибылью компании;
- множество компаний систематически капитализируют прибыль;
- когда годовое собрание акционеров голосует в пользу выплаты дивидендов, их реальная выплата происходит с большими задержками. Например, в хорватском законодательстве отсутствуют базовые указания относительно того, как следует выплачивать дивиденды (не определено ни кто



имеет право просить о выплате дивидендов, ни дата, в которую эти выплаты должны быть осуществлены);

- в ряде стран существуют либо существовали такие налоговые режимы, которые делают выплату дивидендов маловыгодной.

Учитывая высокую концентрацию акционерной собственности, наиболее острой проблемой в странах с переходной экономикой представляется защита прав миноритарных акционеров. Это тем более важно что, фигуры управляющих часто тождественны контролирующим акционерам.

Коммерческий Кодекс Польши содержит определенную систему гарантий от злоупотребления в отношении миноритарных акционеров. Так, акционер имеет право обжаловать решение общего собрания, если такое решение нарушает устав компании, обычаи делового оборота или интересы компании. Такое же право принадлежит членам наблюдательного и исполнительного советов. Миноритарные акционеры имеют расширенные права на групповое голосование. Существует три типа привилегированных акций: привилегированные акции, дающие их держателям более одного, но не более двух голосов за одну акцию (до конца 2004 года министерство финансов может иметь до 5 голосов на акцию); золотая акция; неголосующие акции.

Дополнительные голоса могут быть представлены акционерам, владеющим более 20% голосов. С другой стороны, наиболее важные решения должны быть одобрены квалифицированным большинством голосов на общем собрании акционеров (2/3 или 3/4). Существуют положения, направленные против сговора акционеров. Каждый член наблюдательного совета и акционер, владеющие по крайней мере 10% акций, имеет право на созыв внеочередного собрания акционеров.

Закон от 21 января 1997 года о публичной торговле ценными бумагами, который регулирует только компании, внесенные в листинг, предоставляет акционеру или группе акционеров, владеющим по крайней мере 5% голосов, право назначать специального контролера (ревизора по особым делам), который получает задание исследовать конкретную проблему деятельности компании. Тот же самый закон обязывает стратегического инвестора делать обязательное принудительное предложение выкуп всех акций (*obligation of mandatory bid*), если он владеет более 50% голосов. Он должен делать такое предложение, если кто-то собирается приобрести более 10% акций. Существует система гарантий,



нацеленная на обеспечение надлежащие цены акций для продавцов. В имеющих листинг на бирже корпорациях инвестор должен получить разрешение Комиссии по биржам и ценным бумагам для преодоления порога в 25%, 33% и 50% голосов. Все пакеты акций, дающие своим владельцам по меньшей мере 5% должны, быть зарегистрированы.

Одно из наиболее важных средств обеспечения прав акционеров vis-a-vis менеджеров и крупных акционеров – требования к прозрачности и раскрытию информации. Любой акционер право запрашивать от исполнительного совета информацию, являющуюся необходимой для оценки тем, обсуждаемых на общем собрании акционеров. Согласно закону о бухучете от 29 сентября 1994 года финансовые документы компании должны включать информацию относительно вознаграждения высших менеджеров и членов наблюдательного совета, также как и любом займе, который можно получить от компании. Должна быть обеспечена информация о других компаниях, в которых фирма владеет, по крайней мере, 20% акций. Закон о публичном обращении ценных бумаг накладывает на публичные корпорации, имеющие листинг, дополнительные требования по прозрачности информации. Эти компании должны публиковать всю информацию, которая может повлиять на цену акций. Особые требования к прозрачности предъявляются при покупке и продаже акций крупнейшими акционерами.

С другой стороны, в польском законодательстве существуют положения, предназначенные для предотвращения злоупотреблением вышеупомянутыми гарантиями. Когда акционер возбуждает судебный иск против решения общего собрания, это не останавливает исполнение этого решения. А в случае, если суд решит, что протест необоснован, истец должен выплатить штраф в размере до десятикратной величины судебных издержек. Компания имеет право отказать акционеру в доступе к некоторым данным, если это приведет к убыткам компании. На практике же в Польше происходит множество случаев злоупотреблением своими правами как миноритарными, так и крупнейшими акционерами, также как и случаев оппортунизма менеджеров.

Главная проблема в сфере защиты прав миноритарных акционеров – размывание миноритарных пакетов. Размывание долей особенно часто осуществлялось в процессе приватизации либо после нее стратегическими инвесторами. Более того, размывание долей происходят и сейчас, несмотря на



то, что существующее законодательство содержит положения о преимущественных правах на покупку акций (pre-emptive rights).

Это определенно имеет место в Болгарии, где приватизационные контракты со стратегическими инвесторами часто влекли за собой последующее недостаточно прозрачное увеличение капитала. Этот процесс часто осуществлялся за счет миноритарных инвесторов, что приводит к размыванию их долей.

В Румынии проблема размывания долей вызвала интенсивные публичные дискуссии. Действительно, несмотря на то, что обычные преимущественные права на покупку акций предоставлены всем акционерам в случае возрастания капитала, размывание долей акций является очень легким в связи со специфическими особенностями румынской экономики и законодательной среды. Во-первых, в связи с высоким уровнем инфляции доли миноритарных акционеров могут автоматически размываться, если капитал не был должным образом переоценен перед эмиссией новых акций. Некоторые крупные иностранные стратегические инвесторы были обвинены в подобной практике и привлечены к суду. Во-вторых, в случае возрастания капитала за счет взносов, внесенных в натуральной форме, уже имеющиеся акционеры не пользуются преимущественным правом на покупку акций и страдают от потенциальных злоупотреблений в связи с переоценкой этих взносов в натуральном виде.

В Хорватии закон о компаниях содержит несколько положений, предоставляющих совету управляющих возможность увеличения капитала без ясного одобрения собрания акционеров. При условии одобрения акционеров, контролирующих 75% акций, уставные документы компании могут позволять совету управляющих увеличивать акционерный капитал компании на величину вплоть до 50% на период сроком до 5 лет. Более того, согласно закону о компаниях, совет управляющих может также обменивать облигации компании на акции на величину достигающей величины акционерного капитала. Наконец, уставные документы компании или собрание акционеров могут отказать акционеру в праве на участие в новой эмиссии акций или могут даже отказать всем акционерам в приоритетном праве на покупку акций новой эмиссии.

Тем не менее в последнее время был достигнут некоторый прогресс (или, по крайней мере, были сделаны попытки его достигнуть) в улучшении





законодательных норм по защите миноритарных инвесторов от размывания пакетов их акций.

Так, в Болгарии после принятия закона о публичном предложении и ценных бумагах практика непропорционального увеличения капитала стала гораздо менее распространенной. Тем не менее злоупотребление правами миноритариев меньшинства все еще остается большой проблемой, особенно в том, что касается «технических аспектов» увеличения капитала.

В Румынии постановление №229/2000 (позже отмененное) предусматривало некоторые профилактические меры против размывания долей. Оно требовало одобрения комиссии по ценным бумагам для любого увеличения капитала, давая, таким образом, комиссии право проверить способность акционеров осуществить их приоритетные права на покупку акций. Оно также обязывало проводить переоценку основного капитала в случае, если инфляция превысила 10%. Наконец, любой взнос в натуральном виде должен был быть оценен независимым экспертом, назначенным собранием акционеров. Таким образом, это постановление попыталось решить наиболее очевидные проблемы, влекущие за собой размывание долей.

Проблемой является и представительство миноритарных акционеров в органах управления компанией. Они представлены либо недостаточно, либо никак, что может быть результатом как низкой активности самих миноритариев, так и недостатком возможностей доступа к процессу управления.

Миноритарные акционеры также мало вовлечены в обсуждении стратегии развития компании во время годовых собраний акционеров, что может быть следствием уже упоминавшегося редкого использования голосования по доверенности. Кроме того, некоторые положения законодательства могут ограничивать равноправие акционеров в том, что касается их права голоса. Так, в Хорватии закон о компании позволяет накладывать ограничения по право голоса для некоторых акционеров.

Низкая вовлеченность миноритарных акционеров в годовые собрания акционеров является следствием сложившейся структуры собственности. В условия высокой концентрации собственности и очевидной связи управляющих органов компании с мажоритарными акционерами миноритарии имеют весьма мало стимулов для участия в принятии решений. Их заинтересованность в



«энергичном голосовании» гораздо ниже, чем в условиях распыленной собственности.

Проблема равноправия миноритариев стала настолько распространенной, что приводит иногда к принятию таких документов как уже упоминавшееся постановление №229/2000 в Румынии, которое включало в себя среди прочего ряд положений по исправлению непропорциональности в правах акционеров. Согласно этому распоряжению, любая сделка, в которую было вовлечено 10% активов компании, должна была получить одобрение на внеочередной встрече акционеров. Если же это условие не было выполнено, любой акционер имел право обратиться в суд для аннулирования сделки.

Это условие было признано чрезмерно жестким большинством экспертов, поскольку лишало компании возможности действовать гибко. Распоряжение было отменено, однако оно является хорошим примером того, как злоупотребление нарушением прав миноритариев может привести к ответной реакции в сфере законодательства. Кроме того, как уже отмечалось, существующие условия позволяют миноритариям защищать себя в том случае, если у них возникли подозрения о какой-либо сделке. Акционеры, контролирующие более 10% акций компании, могут назначить экспертов (за счет компании) для анализа этой сделки. Далее отчет экспертов посылается к запросившим его акционерам, а также цензорам.

Другой важной проблемой является широко распространенная практика вывода активов компании или прибыли в родственные компании (related companies), в том числе в компании, связанные с мажоритарными акционерами, а также сделки, совершенные с использованием инсайдерской информации. Эти сделки связанных сторон оказались одной из самых трудных для решения проблем в ходе реформ в странах с переходной экономикой, и они широко описаны в литературе.

Согласно польскому закону о ценных бумагах, сделки, заключенные на основе инсайдерской информации – уголовное преступление. Закон определяет инсайдерскую информацию как «информацию, относящуюся к эмитенту или его ценным бумагам, которая не была представлена общественности, и раскрытие которой может существенно повлиять на цену ценных бумаг». Любое лицо, раскрывающее такую информацию, может быть обвинено в нарушении, наказуемом заключением или штрафом. Комиссия по ценным бумагам изучает



такие случаи и, если необходимо, обращается в прокуратуру. В период с 1991 по ноябрь 1999 года, Комиссия проинформировала прокуратуру о 20 случаях возможного нарушения положений законодательства по поводу инсайдерской информации<sup>53</sup>.

В принципе, проблема связанных сделок (related parties transactions) должна быть решена через создание условий, при которых будет обеспечено раскрытие интересов; справедливая и независимая оценка активов; ответственность правления; ограниченные требования мажоритариев.

В текущем законодательстве большинства стран ЮВЕ были увеличены базовые требования для одобрения сделок с участием заинтересованных лиц. Тем не менее эти требования могут быть эффективными только при условии соблюдения по крайней мере минимальных стандартов прозрачности и раскрытия информации. Без надежного аудита, хорошо функционирующих советов директоров и менеджеров, заинтересованные в этом лица всегда могут скрывать свою материальную заинтересованность в сделках или вопросах, оказывающих влияние на положение корпорации. И в этом случае, чтобы ни было прописано в законах по поводу предотвращения злоупотреблений в сделках с участием заинтересованных лиц, эти законы не будут работать эффективно.

Инсайдерские сделки и сделки с заинтересованностью законодательством запрещены. Тем не менее для адекватного исполнения положений законов требуются институциональные возможности, затрата человеческих и финансовых ресурсов, что местные фондовые биржи и комиссии по ценным бумагам не всегда себе могут позволить.

Например, в Хорватии полный штат Загребской фондовой биржи составляет 12 человек, из которых очень немногие могут уделять свое время рыночному надзору. В 2000 году, тем не менее, в Хорватскую комиссию по ценным бумагам было направлена для отчета информация о трех случаях. Штат Хорватской комиссии по ценным бумагам – 24 человека, среди которых проблемами инфорсменты занимаются 4. В 2000 году в суды было направлено 2

---

<sup>53</sup> Poland. Corporate Governance Assessment And ROSC Module. World Bank Group, 1999.



дела, касающихся манипуляций с ценами и пять дел, касающихся инсайдерских сделок.

Немало проблем связано с правоприменительной практикой (см. также Приложение 1). Обычно акционеры имеют право возбуждать дело по поводу нарушения их прав, хотя в действительности очень немного случаев дошло до суда и еще меньшее их количество было решено в пользу акционеров. Злоупотребления инсайдерскими сделками и сделками с заинтересованностью трудно проследить и еще труднее доказать. Такие дела в конечном итоге должны рассматривать специализированные суды, которые могут быть способны своевременно и адекватно интерпретировать эти очень часто сложные случаи. Так, например, Хорватская комиссия по ценным бумагам не имеет полномочий налагать штрафы и должна передавать все такие дела в суд. К осени 2001 года по 120 делам, направленным комиссией в суды, не было вынесено никакого решения. В Румынии акционеры имеют право подавать иск по поводу решений, принятых на общем собрании акционеров. Тем не менее, это право трудно осуществить на практике в связи с недостатками судебной системы, о которых уже говорилось выше.

В Хорватии акционеры могут возбуждать дела в коммерческих судах относительно решений, принятых советом управляющих. Теоретически, это может повлечь за собой серьезную гражданскую и уголовную ответственность в случае, если такие решения были приняты не в пользу компании. Случаи, когда акционеру удавалось выиграть дело, были, но весьма немногочисленны<sup>54</sup>.

В Польше в случае нарушения их прав акционерам доступно несколько способов защиты, посредством которых они могут возбудить судебное дело либо от имени компании путем возбуждения производного иска, либо от своего имени. Кроме того, Комиссия по биржам и ценным бумагам с ее административной властью также уполномочена исследовать случаи нарушения закона и инструкций, имеющих отношение к корпорациям.

Коммерческий Кодекс обеспечивает акционеров правом восстановить их нарушенные права через суд. Акционеры могут возбуждать производные иски

---

<sup>54</sup> M.Mesnard. A comparative overview of the corporate governance framework in South East Europe. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001, p. 29-31.



или начать судебный процесс для аннулирования решений компании. Акционеры могут просить об аннулировании решения, если оно находится в противоречии с Коммерческим Кодексом или уставом компании, или если оно вполне законно, но противоречит коммерческой целостности компании, ее интересам или наносит ущерб акционеру.

Известно немало случаев, когда акционеры эффективно использовали суды для защиты своих прав. Тем не менее такое право (обращаться в суд) имеют только те акционеры, которые голосовали против решения, и в протоколе имеется соответствующая, должным образом исполненная, запись об их возражениях против принятия решения. Кроме того, поскольку некоторые акционеры в прошлом злоупотребляли своим правом предъявлять иски к имеющим листинг компаниям с целью аннулирования их решений, это право имело и еще одно ограничение – им могли пользоваться только акционеры, владеющие по крайней мере 1% акций компании.

Впрочем, новый Кодекс отменил последнее ограничение как неконституционное, однако установил санкции за регистрацию несерьезных исков (*frivolous actions*) и сократил установленный законом период, в течение которого могут быть оспорены решения совета директоров. Кроме того, он устанавливает, что иск, оспаривающий решение общего собрания акционеров, не может автоматически приостановить процедуру регистрации. Регистрационный суд может приостановить решение об увеличении капитала только после слушаний.

Коммерческий Кодекс предусматривает возбуждение производных исков против контролирующих сторон и менеджмента с целью защиты интересов компании и акционеров. Согласно Кодексу, лицо, нанесшее ущерб компании, включая ущерб, нанесенный через деятельность, несоответствующую законодательству региона или уставу компании, несет ответственность за этот ущерб, разделяя ее с другими лицами, если ущерб причинен группой лиц. Если компании не удастся возбудить иск в течение года с момента раскрытия, любой акционер может возбудить производный иск по поводу ущерба. Истец несет возможную ответственность, если иск будет признан необоснованным или поданным с враждебными намерениями либо в результате крайней небрежности. Акционеры редко возбуждают такие иски, поскольку судебные издержки ложатся на компанию, а не на акционеров. И если компания окажется



не в состоянии возместить убытки акционеру, возбуждающему иск от своего лица, он/она должен возбудить другой иск.

Акционеры могут обратиться к судебному разбирательству, чтобы защитить свои права путем временных судебных запретов. Суды обычно отдают распоряжение, которые временно запрещают такие действия, как перемещение акций, до тех пор, пока не будет вынесено окончательное судебное решение. Это минимизирует неблагоприятные эффекты от слушаний, которые в ином случае могли бы затянуться, однако позволяет отдельным акционерам приостанавливать увеличение капитала или слияние компаний на месяцы или годы.

В дополнение к положениям Кодекса, Комиссия по биржам и ценным бумагам исполняет важную роль по обеспечению прав акционеров и защите их интересов. Она может начать расследование по своей собственной инициативе или после получения уведомления от третьих лиц. В случае несоблюдения или нарушения закона о ценных бумагах участниками рынка Комиссия может использовать свои административные полномочия и вынести предупреждение, либо отменить или приостановить право совершать все или часть видов деятельности, предусмотренных лицензией, либо наложить штраф в соответствии с положениями закона о ценных бумагах. Судебное преследование за нарушения, включающие в себя уголовные правонарушения, относятся к ответственности прокурора.

В настоящее время в странах с переходной экономикой существует очевидная тенденция к дальнейшей концентрации собственности, поэтому эффективная защита прав миноритарных акционеров может стать еще более трудной. Кроме того, права миноритариев могут быть адекватно защищены только при соблюдении, хотя бы и минимальном, двух дополнительных условий: прозрачность деятельности корпораций и эффективное раскрытие информации, во-первых, и эффективная работа управляющих корпорацией органов, во-вторых.

### *2.5.2. Рынок корпоративного контроля*



Слабое развитие рынка корпоративного контроля в странах с переходной экономикой связано с целым рядом объективных факторов: высокая концентрация акционерной собственности, низкая ликвидность рынков ценных бумаг, небольшая доля действительно торгуемых акций.

В Хорватии процедуры для приобретений и слияний компании четко определены в законе о ценных бумагах и законе о поглощениях и слияниях (Law on Takeovers). При приобретении 25% акций компании необходимо сделать публичную оферту по приобретению всех акций компании по цене выше рыночной (public tender offer). Однако из этого правила есть несколько важных исключений, касающихся банков и страховых компаний, а также для пакетов акций, приобретенных у государства. Так, для банков требуется согласие от органа, регулирующего банковскую деятельность, для приобретения 10% акций. Тем не менее центральный банк в действительности мало контролирует рынок. Поэтому, если учесть еще и крайне низкую прозрачность приватизационных процессов, имеет место множество злоупотреблений, особенно в отношении нарушений прав миноритарных акционеров.

В Болгарии слияния и поглощения проходят, как правило, не через рынок, а через использование залога. В Румынии, рынок слияний и поглощений пока еще развит очень слабо. Первый крупный конфликт здесь произошел в 2000 году. Тем не менее оживление рынка RASDAQ связано в том числе с попытками поглощений.

В Чехии с января 2001 года вступили в силу новые поправки в Торговый кодекс. Поправки ужесточили требования относительно уведомлений, которые обязаны сделать акционеры, величина пакетов которых достигла определенных (40, 66 и 75%) пороговых значений. Введены также поправки, дополнительно защищающие права миноритарных акционеров в случае реструктуризации компании по типу слияния и поглощения. Решение о такой реструктуризации должно быть одобрено на ежегодном собрании акционеров, а акционеры получают приоритетные права на участие в любой новой эмиссии акций. Кроме того, юридическое лицо (или группа лиц, действующая совместно) теперь обязана сообщить о любом приобретении или размещении пакета акций открытого акционерного общества в размере от 5 до 95%.



В Венгрии также были приняты меры по повышению уровня защиты миноритарных акционеров. Непосредственным поводом к этому стали спорные сделки, в которые оказались вовлечены две крупнейшие химические компании страны, BorsodChem и Tisza Chemical Works Rt. В 2001 году Совет Будапештской фондовой биржи внес в свои инструкции поправки, а правительство Венгрии одобрило поправки к нормам, регулирующим поглощения, чтобы повысить уровень защиты миноритарных акционеров.

Согласно этим изменениям, акционеры, владеющие в публичной корпорации пакетом акций, не превышающим 50%, обязаны сообщать в официальный орган по контролю за финансовыми институтами о любом изменении (как в сторону увеличения, так и уменьшения) своего пакета на 5% и более процентов. Кроме того, акционеры обязаны уведомлять этот орган власти о достижении пакета пороговых значений в 75% и 90%. После того, как величина пакета акций превысила 33%, акционер обязан сделать публичную оферту по выкупу всех не принадлежащих ему акций (ранее он был обязан сделать такую оферту при достижении 50%). Кроме того, поправки расширяют понятие косвенной собственности (indirect ownership), чтобы учесть формальные или неформальные соглашения акционеров, действующих совместно, а также устанавливаются более жесткие штрафы, взимаемых в случае нарушения законодательства о поглощениях.

В июле 2000 года в Литве был принят новый закон о компаниях, вступивший в силу в начале 2001 года. Минимальный уставный капитал для публичной корпорации был увеличен с LTL 100,000 (около \$25,000) до LTL 150,000 (около \$ 37,500). Новый закон требует, чтобы все важные решения, связанные с действиями компании, были одобрены на ежегодном собрании акционеров квалифицированным большинством в две трети голосов, а также предусматривает большую открытость информации, предоставляемую акционерам на собрании.

В 2001 году в Латвии был принят новый закон о торговле (Law on Commerce), вступивший в силу в январе 2002 года. Новый закон должен заменить собой ряд ранее действовавших законов, в том числе ряд положений старого закона об акционерных обществах (Joint Stock Companies Act). Как и в Литве, компаниям дается два года на то, чтобы привести свои уставные документы в соответствие с новым законом и перерегистрировать их (либо





ликвидироваться). В частности, по новому закону сокращается число видов разрешенных коммерческих компаний до пяти (включая общества с ограниченной ответственностью и акционерные общества). Во всех латвийских акционерных обществах теперь требуется избирать наблюдательные советы. Другие поправки касаются публикации ежегодных отчетов компании, процедур регистрации, уведомлений и общих процедур принятия решений<sup>55</sup>.

В Польше значимые приобретения (substantial acquisition) акций компании, имеющей листинг на бирже, регулируют три законодательных акта: Закон о публичной торговле ценными бумагами, Закон о противодействии монополистической деятельности и защите потребителей 1990 («Антимонопольный закон») и Коммерческий Кодекс. Согласно закону о ценных бумагах, покупка акций, представляющих менее 5% голосов в публичной корпорации не является предметом для уведомления или одобрения. В то же время, в соответствии со статьей 147, любой, кто преодолел порог в 5% или 10% от голосов в публичной компании, обязан, вне зависимости от того, приобретал он или продавал акции, уведомить комиссию по биржам и ценным бумагами, антимонопольный орган (АМО), а также саму компанию о сделке. Кроме того, держатель 10% или более голосующих акций, обязан давать соответствующее уведомление всякий раз, когда он/она продает или покупает по крайней мере 2% голосующих акций компании.

Покупатели также обязаны заблаговременно уведомлять Комиссию по биржам и ценным бумагам и получать ее согласие перед приобретением (или превышением соответствующих порогов) 25%, 33% или 50% голосующих акций в данном юридическом лице (статья 149). Любое приобретение, нарушающее правила тендера или осуществленное без согласия Комиссии, приводит к потере права голоса для соответствующих акций. Отказ исполнять требования по уведомлению могут также привести к штрафу в размере до 1 млн. PLN (\$200 тыс.).

Кроме того, статья 11 Антимонопольного Закона требует, чтобы АМО был уведомлен относительно намерения слияния юридических лиц. Сюда относятся ситуации, например, когда одно и то же лицо входит в органы управления

---

<sup>55</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p. 33-36.



компаний-конкурентов, приобретения 25/33/50% голосующих акций или приобретение контроля над данной компанией другим способом). Любое лицо, не исполнившее данное требование, может быть наказано штрафом в размере 1% от совокупных доходов в течение каждого месяца неисполнения обязательства. АМО может, возражать против слияния компаний, если, по его мнению, среди других причин, такое слияние приведет к приобретению или укреплению доминирующей позиции на рынке.

Приобретатель должен предпринять некоторые шаги, например, уведомить Комиссию, АМО и саму публичную корпорацию, как это было описано выше. Кроме того, если приобретатель купил более 10% голосующих акций компании в течении 90 дней, он должен делать это через предложение о покупке акций по цене выше рыночной. Если приобретатель купил 50% и более акций, он должен сделать оферту по выкупу всех оставшихся акций компании.

Правило принудительного предложения о выкупе акций требует от владельца, достигшего определенного порога во владении собственностью, сделать предложение прочим акционерам купить их акции по той же цене, по которой он приобрел контрольный пакет. Это правило делает поглощения запретительно дорогими и эффективно прекращает торговлю контрольными пакетами.

Большинство стран ЦВЕ ввели это правило недавно. Одна из немногих стран, имевшая это правило до 1997 года – Польша, которая недавно подняла порог с 33% до 50% под влиянием тенденции к консолидации собственности и необходимости замедлить уход компаний с рынка. На данный момент это правило работает в большинстве стран и, как правило, порог составляет 50%. Тем не менее, часто случаются случаи, когда владелец контрольного пакета, владеющий более 50% и даже более 75% акций, не делает такого предложения. Причина этого заключается в слабом информенте. Соответствующие примеры можно найти в любой из стран ЦВЕ, в том числе в Болгарии, Эстонии, Латвии и Румынии.

В Болгарии установлено два порога для собственника – 50% и 90%. Порог в 90% является необязательным, то есть акционер имеет право сделать предложение по выкупу акций, однако оно обязательно только в том смысле, что без него невозможно исключить компанию из реестра публичных компаний. Достижение порога в 50% голосов на общем собрании акционеров требует



сделать соответствующее предложение или разместить на рынке «лишние» акции (то есть уменьшить свой пакет до величины менее 50%) в течение 14 дней после преодоления порога. Требование также распространяется на владение акциями «связанными лицами». Тем не менее крупнейший акционер в Болгарии владеет в среднем 59,5% голосов. Наиболее вероятным объяснением этого феномена является свободное толкование термина «связанные лица»: в болгарском законодательстве под «связанными лицами», если речь идет о принудительном предложении о выкупе акций, понимаются только юридические лица, непосредственно контролируемые акционером или тем, кто голосует вместе с ним на собрании акционеров по соглашению 56.

Латвийский Закон о ценных бумагах(ст.65) предусматривает, что лицо, которое прямо или косвенно приобретает акции публичной корпорации в размере, превышающем половину или три четверти полного количества голосов должен обратиться к другим акционерам с предложением выкупить (repurchase) их акции. Это предложение должно быть сделано также инвесторами, которые голосовали «за» по вопросу об изъятии акций из публичного обращения.

В статье 651 четко описывается накопление голосующих прав (voting rights), включая голоса, которые были приобретены третьим лицом от его или ее собственного имени, но по поручению инвестора. Согласно закону, если суд может доказать, что два лица действовали совместно, не заключив формального соглашения, и не осуществили обязательный выкуп корпорацией собственных акций, они могут быть оштрафованы (включая неспособность осуществлять свое право голоса свыше порога в 50%).

Проблема Латвии, как и других стран с переходной экономикой, лежит в сфере инфорсmenta и коррумпированности судов. Известен случай, когда Комиссия по финансовым рынкам и рынкам капитала (главный регулятор рынка ценных бумаг в Латвии) обвиняла компанию, имеющую листинг первого уровня в нарушении правила о принудительном выкупе акций. В кондитерской компании Staburadze 43% принадлежало юридическому лицу, которое контролировалось исландским инвестором. В какой-то момент два других исландских инвестора приобрели дополнительно 8,5% и 6,5% акций. Три

---

<sup>56</sup> Tchipev P. Ownership Structure and Corporate Control in Bulgaria, presented at the First Meeting on



исландских инвестора были явно связаны между собой (например, они были партнерами в некоторых юрлицах в Исландии). Кроме того, Исландия не является значительным инвестором, проявляющим большой интерес к Латвии. Фактически Исландия как инвестор имеет отношение почти исключительно к предприятиям, которые контролируются главным акционером Staburadze. Тем не менее, когда этот случай рассматривался в суде, было доказано, что Комиссия ошибается – три исландских инвестора не связаны между собой. И единственной санкцией, которую смогла наложить Комиссия, стало лишение компании листинга первого уровня и перемещение ее на свободный (нерегулируемый) рынок, что привело к тому, что права миноритарных акционеров Staburadze стало защищать еще труднее.

В Эстонии проблема, судя по всему, заключается в очень свободной формулировке правила обязательного выкупа акций. В соответствии с законом, принудительное тендерное предложение должно быть сделано, если приобретено доминирующее положение в компании (оно определяется как 50% и более голосов). В то же самое время закон предусматривает многочисленные исключения из этого правила. Закон о рынке ценных бумаг (§173) предусматривает, что орган власти (Инспекция) имеет право предоставить исключение (шесть случаев) к требованию принудительного тендерного предложения, если, например, «компания приобрела доминирующее положение над данным эмитентом, принадлежащим к той же группе, что и последняя, а после приобретения доминирующего положения компании продолжают принадлежать к той же группе» или «доминирующее положение было приобретено в результате сокращения акционерного капитала данного эмитента».

В Румынии, также как и в Эстонии, имеются явные исключения из правила принудительного тендерного предложения (при достижении порога в 50% и 75% голосов). Постановление правительства от 13 марта 2002 года «О ценных бумагах, услугах по финансовым инвестициям и регулируемых рынках» (ст.135) предусматривает, что принудительное публичное предложение по выкупу ценных бумаг не требуется, если контроль или доминирующее

---

the South East Europe Corporate Governance Roundtable, Romania, 20-21 September 2001.



положение были приобретены в результате исключительной сделки или непредумышленно. Исключительные сделки включают, среди других, приобретение доминирующего положения в ходе процесса приватизации. А неумышленным приобретением считается, например, такое, которое произошло в результате уменьшения акционерного капитала, конвертации облигаций в акции, слияния компаний или наследования.

Существует точка зрения, что неопределенность законодательства (Болгария, Эстония и Румыния) и слабый инфорсмент в отношении регулирования принудительного предложения по выкупу акций (Латвия), по крайней мере частично, является преднамеренным. Учитывая концентрацию собственности, большое число компаний вынуждено было бы осуществить де-листинг при условии жесткого инфорсмента в отношении этого правила<sup>57</sup>.

Кроме того, как уже было сказано выше, в странах с переходной экономикой наметилась тенденция для небольших и даже крупных компаний отменять свою регистрацию на бирже. Делистинг действительно часто имеет смысл, если для компании нет никакого стимула быть публичной корпорацией (открытым АО). Однако права миноритарных акционеров при этом не всегда защищаются законом, поскольку эта проблема часто остается недооцененной. Например, в Болгарии, возможность де-листинга предоставляется новым законом о публичном предложении и ценных бумагах и представляется главной угрозой для миноритарных инвесторов. Учитывая масштаб и важность этой проблемы, положения по защите прав миноритарных акционеров при де-листинге должны быть детализированы и модернизированы.

### *2.5.3. Прозрачность и раскрытие информации*

Раскрытие информации – необходимое условие для эффективного корпоративного управления. Вне зависимости от модели корпоративного управления (англо-саксонская или континентальная), раскрытие информации в корпоративной жизни основывается и зависит от различных формальных и неформальных инструментов и правил.



Как правило, в переходной экономике раскрытие информации публичной корпорацией устанавливается системой формальных норм. Государство устанавливает и применяет формальные условия раскрытия информации, а также – в лице национальной комиссии по ценным бумагам – следит за исполнением правил. Этот подход «сверху-вниз» (“top-down” approach) является типичным феноменом для всех переходных экономик, что и моделирует практику раскрытия информации публичными корпорациями. При этом сами корпорации оценивают такой подход «сверху-вниз» как признак перерегулирования и чрезмерного давления на частный сектор со стороны государства. Прозрачность в переходных экономиках пока еще не воспринимается как преимущество с точки зрения имиджа корпорации.

В Болгарии условия раскрытия информации устанавливаются несколькими законами: законом о торговле (Commercial Law), законом о бухгалтерском учете (Accounting Law), законом о независимом финансовом аудите (Law on Independent Financial Audit), законом о публичном предложении ценных бумаг (Law on Public Offering of Securities).

Публичная открытость обычно выражается через отчеты (ежегодные, ежеквартальные, проспекты и ad hoc информацию), требования к которым описаны в законе о публичном предложении ценных бумаг. В дополнение к ним, компании часто добровольно предоставляют и другую открытую информацию, чтобы повысить уровень доверия акционеров.

В Болгарии законодательством установлено три уровня открытости корпоративной информации:

- на ежегодной или полугодовой основе (ежегодные и полугодовые финансовые отчеты);
- на объектной основе (раскрытие информации о публичном предложении акций – проспекты корпоративных ценных бумаг и предложения о покупке всех акций компании по цене выше рыночной);
- на ad hoc основе (раскрытие информации, влияющей на цену акций).

Каждый эмитент обязан ежегодно представлять на рассмотрение болгарской национальной комиссии по ценным бумагам финансовую

---

<sup>57</sup> E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition.



отчетность в течение 90 дней после окончания финансового года (ст.94 закона о публичном предложении ценных бумаг). Ежегодный отчет должен быть утвержден общественным аудитором или лицензированной аудиторской компанией. Эмитент также должен предоставлять в Комиссию полугодовой отчет в течение 30 дней после истечения первых шести месяцев финансового года. Комиссия предоставляет отчеты общественности. Содержание и требования к годовому финансовому отчету, годовому балансу, годовому балансу о доходах и расходах, годовому отчету о денежных потоках, годовому отчету о собственном капитале определяет закон о бухгалтерском учете.

Кроме того, в компании должен подготавливаться отчет управляющих, подлежащий независимому аудиту. В отчете управляющих должна содержаться информация об основных видах деловой активности компании, главных событиях, произошедших после даты составления бухгалтерского баланса, прогнозы, касающиеся деятельности компании, о научно-исследовательских работах, динамике цен акций компании. Данный отчет должен также содержать легко доступную для понимания общественностью информацию о компании: о ее акционерах, инвесторах, рыночной деятельности и т.п.

На первый план выходят усилия правительства Болгарии по совершенствованию законодательства в сфере открытости информации и установлению ясных и прозрачных правил деятельности болгарских публичных корпораций (первый уровень открытости информации). Законодательством также определяются (ст.81 закона о публичном предложении ценных бумаг) цели (score) и содержимое проспектов. Требуется прозрачность информации об эмитенте и ценных бумагах - чтобы инвесторы могли составить верное впечатление об экономическом и финансовом положении эмитента и его ценных бумагах (второй уровень открытости информации). Открытость информации на втором уровне также регулируется Положением о проспектах и открытости информации, которое устанавливает требования к проспектам и годовым отчетам эмитентов ценных бумаг. Эмитенты обязаны предоставлять информацию по поводу вознаграждения, которое получают директора,

принадлежащей им доли акций корпорации и рисков, которые являются типичными для деятельности эмитента или его окружения.

Кроме того, закон о публичном предложении ценных бумаг требует, чтобы эмитент ставил в известность комиссию по ценным бумагам об изменениях в своем бизнесе (ст.98) и открытости информации по поводу участия (ст.145). Комиссия по ценным бумагам эту информацию должна обнародовать. Требования законодательства к тому, что касается информации, которая может оказать влияние на цены, не являются детализированными. Поэтому предполагается, что закон должен быть дополнен в сфере условий для ad hoc открытости (третий уровень открытости информации).

Необходимо отметить, что болгарское законодательство в сфере открытости информации следует за практикой, принятой в ЕС, относительно режима открытости, требующегося от публичной корпорации или эмитента публично продающихся ценных бумаг. До определенной степени это отражает принципы ОЭСР по открытости и прозрачности.

Сравнение структур раскрытия информации, рекомендуемых ОЭСР и установленных болгарским законодательством, выявляют как ряд сходных черт, так и отличий. Согласно действующему болгарскому законодательству (об отчетах управляющих, требования к которым выдвигаются в новом законе о бухгалтерском учете) компании в своих годовых отчетах не раскрывают информацию о материальном вознаграждении служащих и заинтересованных лиц, структуры и политики управления. Однако такие требования содержатся в Положении о проспектах и раскрытии информации, отвечающем лучшим стандартам практики корпоративного управления.

Болгарское законодательство и даже приведение национальных стандартов бухучета в соответствие с международными отражают переходные процессы и их характер, с одной стороны, и континентальную концепцию бухучета и отчетности, с другой. Изменения в законодательстве должны привести к переходу от простой отчетности и бухучета к прозрачности





информации. Этот процесс должен поощряться регулятором в лице соответствующих государственных органов<sup>58</sup>.

С точки зрения иностранных инвесторов законодательство в сфере раскрытия информации должно быть отмечено как «дружелюбное»: установленные нормы и правила соответствуют тем, что приняты в развитых экономиках, с одной стороны, и поощряют ясный и прозрачный бизнес, с другой. Говоря другими словами, болгарское законодательство в сфере раскрытия информации поощряет развитие современных форм корпоративного управления и минимизирует разницу (разрыв) между нормами и правилами, принятыми в национальном законодательстве и нормами и правилами, принятыми во всем мире.

В Хорватии, согласно закону о компаниях, закону о ценных бумагах и закону о бухгалтерском учете, от компаний требуется публикация годовых отчетов, включая директорский обзор (directors review). В аудиторской проверке при этом нуждаются только отчеты крупных и средних компаний.

В Румынии, отчет директоров, также как и отчет цензоров должен быть утвержден общим собранием акционеров.

В Польше правила по раскрытию финансовой информации содержатся в Коммерческом кодексе и Законе о бухгалтерском учете от 1994 года. Кроме того, Закон о публичной торговле ценными бумагами и поправки к нему предъявляют дополнительные требования к компаниям, зарегистрированным на бирже. Последние должны выпускать проспекты, содержащие в себе раскрытие финансово-хозяйственной и нефинансовой информации во время обращения акций и дальнейших эмиссий. Они должны также исполнять и другие предъявляемые им требования к прозрачности.

Постановление Совета Министров от 22 декабря 1998 года устанавливает вид, форму и содержание текущей и периодической информации, которая должны предоставляться эмитентом ценных бумаг, допущенных к публичным торгам, а также условия освобождения от предоставления информации. Требования включают в себя публикацию заверенного аудитором годового

---

<sup>58</sup> Boeva B., Prohaska M. Disclosure of Information and Corporate Governance of Bulgarian Public Companies. Second Meeting of the South East European Corporate Governance Roundtable. Istanbul, May 30-31, 2002, p.3-4.



отчета, в который должны включаться консолидированные финансовые счета и отчет наблюдательного совета, подготовленный за две недели до общего собрания акционеров; ежеквартального финансового отчета и дополнительной информации в зависимости от особенностей производства; о существенных событиях, касающихся операций и всей другой информации, которая может оказать влияние на цену ценных бумаг; информации о структуре собственности. Кроме того, компании, имеющие листинг на бирже, должны предоставлять финансовые отчеты в коммерческий реестр, открытый для общественности. Эти реестры ведутся окружными судами и должны обновляться за две недели до общего собрания акционеров.

Следующие дополнительные требования к отчетности относятся к публичным корпорациям: полугодовые финансовые отчеты должны быть рассмотрены независимыми аудиторами и представлены в комиссию по ценным бумагам. Компании обязаны включать в финансовую отчетность подробное описание главных различий между принятой политикой бухгалтерского учета и международными стандартами бухучета (IAS). Компании, входящие в группу, могут быть исключены из консолидации, если они «незначительны», где «незначительность» определяется, когда общий показатель активы/доходы дочерней компании меньше 10% по сравнению с материнской компанией или если общие доходы дочерней компании не превышают 20%.

Годовые отчеты обычно подготавливаются в соответствии с национальными стандартами бухгалтерской отчетности. Эти стандарты формально соответствуют международным, однако фактически могут отличаться от них по ряду пунктов. В Румынии правила бухучета были установлены Министерством финансов исходя главным образом из фискальных (налоговых) целей. В Польше требования к финансовой отчетности совместимы со многими международными стандартами бухучета.

Два нормативных акта регулируют в Польше аудит и аудиторскую деятельность: Закон о бухгалтерском учете и Закон об аудиторах и их самоуправлении от 13 октября 1994 года. Оба акта оцениваются как вполне соответствующие стандартам ЕС. Статья 64 Закона о бухучете от 29 сентября 1994 года определяет безо всяких исключений, что акционерные общества должны предоставлять свои годовые отчеты для аудита независимым аудиторам.



Внешние аудиторы назначаются на общем собрании акционеров, если уставные документы не передают это полномочие наблюдательному совету. В дополнение к этому Кодекс (статья 216) наделяет участников обществ с ограниченной ответственностью, владеющих по крайней мере 10% акционерного капитала компании, правом определять аудитора для аудита финансовой отчетности компании, чтобы проверить бухгалтерский учет и деятельность компании.

Закон об аудиторах и их самоуправлении определяет обязанности аудиторов в том, что касается их профессиональных познаний и поведения. Чтобы получить возможность исполнять свои профессиональные обязанности, аудитор должен получить диплом и быть внесенным в реестр аудиторов, который ведет Национальный совет аудиторов. Национальное собрание аудиторов, орган Совета, определяет правила профессиональной этики согласно статье 24. Дисциплинарное разбирательство может проводиться Национальным дисциплинарным судом (также орган Совета) против аудитора, чье поведение противоречит профессиональным или этическим нормам. Одна из возможных санкций, которая весьма строго исполняется, – удаление из реестра аудиторов.

Коммерческий реестр Польши доступен для общественности. Он содержит информацию о членах управляющего совета. Эта информация должна обновляться без задержек. Основное законодательство по раскрытию информации о директорах и менеджерах компаний основывается на двух постановлениях Совета министров от 22 декабря 1998 года. В этих постановлениях формулируется детализированный перечень информации о директорах компании, который должен быть включен в проспекты и регулярно обновляться и предоставляться общественности.

Хотя раскрытие информации о взаимоотношениях сторон отдельно не описывается, такая информация содержится в примечаниях к финансовым документам, включая сделки и балансы со связанными компаниями, директорами, членами наблюдательного совета и родственниками. Для случая заключения контракта между компанией и любым из членов правления, Коммерческий Кодекс Польши предусматривает, что компания была представлена наблюдательным советом или лицами, уполномоченными акционерами.



Прозрачность и открытость информации – область, в которой во всех странах с переходной экономикой и, особенно, в странах ЮВЕ наблюдается, пожалуй, наибольшее несоответствие между требованиями законодательства и реальной практикой. Доступ к информации de facto очень ограничен, не только для акционеров-аутсайдеров, но также и для акционеров-инсайдеров (служащих компании).

В ряде стран не всегда выполняются даже такие базовые требования как публикация ежегодных отчетов. И даже если формально это требование выполнено, то их достоверность все еще является крупной проблемой. В целом даже опубликованные данные о деятельности компании (turnovers) могут вводить в заблуждение, поскольку существенная часть деятельности может быть просто не заявленной. Главная трудность здесь состоит в том, что компании не имеют стимула для прозрачной деятельности. Административные и законные требования не достаточны для того, чтобы гарантировать удовлетворительный уровень прозрачности. С другой стороны, финансовые риски являются очень сильным отрицательным стимулом. Наконец, наследие прошлой системы, где манипуляция с информацией была главным инструментом, используемым в централизованном процессе планирования и торговли по поводу плановых величин, все еще имеет влияние на среднего менеджера, препятствуя открытости информации.

Соответственно, очень редкой практикой является наличие на предприятии отдела отношений с инвесторами (investor relation department), даже в крупных компаниях, с большим количеством акционеров. Так, в Болгарии, только 20% компаний, по экспертной оценке (исследование ОЭСР), имеют такие подразделения.

Законы не определяют детально, что должно содержаться в отчетах компаний, поэтому их качество сильно варьируется. Требования Комиссий по ценным бумагам обычно являются достаточно жесткими, однако не пользуются должным уважением. Качество, надежность и доступность обнародованной или направленной в саморегулируемые организации информации обычно совершенно недостаточны.

Финансовые документы все еще готовятся главным образом для налоговых органов. Их качество и надежность варьируются достаточно широко в зависимости от размера компании и степени их представления для контроля со



стороны общественности. Фондовые биржи и Комиссии по ценным бумагам издают более строгие и детальные инструкции по форме, дате представления и иногда месту публикации годовых отчетов. Некоторые комиссии (например, в Болгарии) требуют также представления полугодовых и квартальных финансовых документов.

Компании могут выполнять требования законодательства и предоставлять информацию фондовым биржам комиссиям по ценным бумагам, но доступ акционеров к этой информации может быть трудным и дорогим. В Румынии, например, акционеры могут получить собственные копии финансовой документации, а также отчеты правления и цензоров, однако их часто отпугивает слишком высокая цена этой услуги. В Хорватии копии уставных документов компании, как предполагается, доступны для акционеров как в самой компании, так и в торговых реестрах либо комиссии по ценным бумагам.

В то же время, некоторые комиссии по ценным бумагам, например в Болгарии и Хорватии, обеспечивают публику доступом к информации о компаниях. Так, хорватская комиссия заставляет компании публиковать соответствующую информацию на своих веб-сайтах, а также обнарудует ее на своем «Справочном зале для общественности», где публикуются ежеквартальные сообщения о 700 компаниях. Более того, хорватская комиссия контролирует также принудительное раскрытие информации и для компаний, не имеющих листинг, что нехарактерно для такого рода учреждения. Тем не менее, это вносит определенный вклад в совершенствование прозрачности деловой практики.

Штрафы за несоблюдение требований законодательства обычно очень невелики, иногда даже меньше стоимости аудиторской проверки (например, в конце 2001 года так было в Хорватии). Соответственно, аудиторская деятельность является весьма доходным бизнесом и очень многие известные компании имеют абсолютно неизвестных и полностью от них зависимых аудиторов. Более того, до осени 2001 не было ни одного случая возбуждения дела против аудитора. Независимость аудитора определяется в законодательстве недостаточно четко. Наконец, власти плохо следят за исполнением требований закона – кроме налоговых органов, которые не всегда требуют проведения аудиторской проверки.



Одной из типичных проблем является получение информации о структуре собственности.

В Болгарии, например, центральный депозитарий содержит информацию о структуре собственности, но акционер может не иметь доступа к этой информации. Административные процедуры по доступу к ней весьма трудны и дороги. Акционеры могут, через посредников, получить информацию относительно собственных долей и трансакций, но они не могут получать сведения об общей структуре собственности.

В Хорватии акционеры не могут просто получить информацию о структуре собственности, хотя они имеют право в соответствии с законом о компаниях потребовать от компании список акционеров. Однако, согласно закону о ценных бумагах, центральный депозитарий должен хранить тайну счетов и соответственно не предоставляет полные списки акционеров. Таким образом, акционеры должны просить компанию, чтобы получить доступ к полным спискам акционеров. Ожидается, что новая редакция закона о ценных бумагах облегчит доступ акционера к этой информации. В Румынии доступ акционера к информации о структуре собственности уже был расширен по закону от 1999 (о мерах по ускорению экономических реформ).

Таким образом, законодательство стран с переходной экономикой в области раскрытия информации в целом поощряет высокий уровень корпоративного управления. Тем не менее переход от принятия хороших законов до их эффективного функционирования через их принятие общественностью и исполнение – трудный процесс. В этой связи интересно проследить, как относятся корпорации к требованиям, предъявляемым законодательством и насколько они готовы эффективно их воспринимать.

В Болгарии был проведен ряд исследований с целью проанализировать отношение болгарских корпораций к этой проблеме. Представители ряда корпораций полагают, что требования к раскрытию информации в этой стране слишком жесткие, а полномочия государства здесь слишком большие. Другие считают, что информация является недостаточно открытой, поскольку это связано со старыми социалистическими традициями. Приходится затрачивать большие усилия для того, чтобы обучить менеджмент и членов совета директоров корпораций работать в условиях прозрачности и открытости. Таким образом, взгляд на эту проблему в основном субъективный.



Болгарский Центр экономического развития и другие неправительственные организации Болгарии, а также иностранные эксперты провели ряд исследований в 2000-2002, посвященных различным аспектам открытости и прозрачности деятельности корпораций. Один из этих проектов должен был показать уровень и качество раскрытия информации болгарскими публичными корпорациями. Было опрошено 167 менеджеров и членов правления АО. Общая оценка прозрачности была дана ими достаточно высокая.

Тем не менее итоги исследования Мирового банка оказались несколько менее радужными. Оценка степени открытости болгарских корпораций оказалась далека от высокой. Разница в оценках показывает, с одной стороны, степень открытости болгарских корпораций, а с другой – разницу между принятием хороших законов и их реальным исполнением.

*Таблица 13*

*Степень открытости болгарских публичных корпораций (public companies)*

Критерии	Оценка, данная директорами 167 болгарских публичных корпораций	Оценка, данная независимыми иностранными экспертами
1. Степень исполнения болгарскими публичными корпорациями установленных законом требований к прозрачности	1.1. Более 2/3 болгарских публичных корпораций исполняют установленные законом требования 1.2. 1/2 корпораций сталкивается с трудностями, исполняя установленные законом требования к открытости	1.1. Объем и качество открытой информации не соответствует требованиям, установленным законом
2. Мотивы, по которым члены правления болгарских публичных корпораций, раскрывают информацию	2.1. Члены правления корпораций не имеют мотивов для раскрытия информации 2.2. Только 1/5 часть одобряет требования к прозрачности финансовой информации	2.1. Отсутствует мотивация для членов правления корпораций открывать информацию 2.2. Раскрытие информации рассматривается как утечка информации, которая может быть использована для получения конкурентных преимуществ.

*Источник:* Assessment Report of Corporate Governance, World Bank, 2000

Более позднее исследование в этой сфере Болгарской Национальной Комиссии по ценным бумагам показало интересные закономерности. Меньше половины всех публичных корпораций исполняют установленные законом требования по открытости информации, в том числе компании, торгующие своими ценными бумагами на Болгарской фондовой бирже, включая некоторые



«голубые фишки», среди которых компании, принадлежащие как отечественным, так и иностранным владельцам. Наиболее распространенными пробелами в ежегодных финансовых отчетах корпораций являются: недостаток информации об имеющихся и будущих активах, недостаток информации о цене акций. Связь между экономической деятельностью корпораций и деятельностью по раскрытию информации о ней является недостаточной<sup>59</sup>.

Информация относительно использования механизмов разделения собственности и контроля и связей между собственниками крайне скудна. Тем не менее вступающие в ЕС страны последовали директивам ЕС в отношении прозрачности собственности. В результате требования принудительного раскрытия информации о владении крупными пакетами за последнюю пару лет существенно улучшились. Определения «корпоративная группа» (corporate group) и «заинтересованные стороны» (related parties) стали более точными. Уменьшились минимальные пороговые значения, по достижении которых требуется уведомление. В 1998 только три страны ЦВЕ (Болгария, Чехия и Венгрия) имели порог принудительного раскрытия в 10% от количества голосов. Остальные страны имели либо более высокий порог, либо не имели вообще никакого требования к раскрытию информации о собственнике пакета. Однако, к 2002 году, большинство стран установило 5% порог владения акциями как порог для обязательного раскрытия информации о владельце<sup>60</sup>.

*Таблица 14*

*Некоторые различия в корпоративном законодательстве стран ЦВЕ и Балтии*

	Обязательное требование «одна акция=один голос»	Требование обязательного предложения о покупке акций (mandatory takeover bid) (порог)	Требование обязательного раскрытия информации о крупных пакетах (нижний порог, требующий уведомления)
Болгария	Да. При этом разрешены неголосующие привилегированные акции, имеющие преимущества при выплате дивидендов.	50%, 90%	5% (официальный рынок) 10% (неофициальный)

<sup>59</sup> B.Boeva, M.Prohaska. Disclosure of Information and Corporate Governance of Bulgarian Public Companies. Second Meeting of the South East European Corporate Governance Roundtable. Istanbul, May 30-31, 2002, p.7-10.

<sup>60</sup> E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.





	Привилегированная акция становится голосующей, если выплата дивидендов на нее просрочена на один год и не была осуществлена в следующем году вместе с выплатой дивидендов за этот год.		рынок)
Венгрия	Нет. Разрешены привилегированные акции с точки зрения прав при голосовании (with respect to voting rights). Они могут иметь право голоса, превышающие номинал акции вплоть до десяти раз. Могут также обеспечивать право вето.	33%+1 Если акционер владеет по крайней мере 10% голосов, этот порог падает до 25%	5%
Латвия	Нет. Разрешена эмиссия акций без права голоса или с ограниченным правом голоса. Акции без права голоса не должны составлять более 40% капитала.	50%, 75%	5% (главный список – main list) 10% (прочие публичные корпорации)
Литва	Да. Устав компании может лишить некоторые акции права голоса. Если все голосующие акции одинаковы по стоимости (same par value), каждая акция имеет один голос на собрании акционеров.	50%	10%
Польша	Нет. Разрешены акции с привилегированными правами при голосовании. Они должны быть зарегистрированы (в отличие от акций на предъявителя). Ни одна привилегированная акция не может более пяти голосов.	50%	5%
Румыния	Да.	50%, 75%	5%
Словакия	Нет.	...	5%
Словения	Также, как в Болгарии	25%	5%
Чехия	Нет. Неголосующие привилегированные акции могут составлять до 50% капитала. Разрешены акции с различными номиналами, ограничения должны быть указаны в Уставе компании, разрешены ограничения при голосовании (voting caps).	2/3, 3/4	5%
Эстония	Также, как в Болгарии	50%	10%

*Источник:* E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

#### 2.5.4. Рынок корпоративных ценных бумаг

Фондовые биржи появились в странах с переходной экономикой в разное время. Словения, Венгрия, Болгария, Польша и Россия открыли свои фондовые биржи очень рано, в 1990-1991 годах. В Болгарии в 1992-1994 годах существовало около 20 региональных фондовых бирж, которые слились к концу 1995 года. В результате единственной действующей фондовой биржей в Болгарии осталась Болгарская фондовая биржа. В Словении торги на бирже фактически начались только в 1996 году, когда на ней получили листинг первые приватизированные компании, в Чехии, Словакии и Литве - в 1993. Торги на



Латвийской и Румынской фондовой биржах начались в середине 1995, в то время как Эстония не открывала фондовую биржу до весны 1996 года.

Страны использовали самую разнообразную политику в отношении развития фондового рынка на ранних стадиях переходных процессов. Это разнообразие во многом определялось различиями в политике приватизации, которая осуществлялась в это время. В Приложении 2 (таблица 1) показана динамика числа акций, торгуемых на фондовых рынках в странах с переходной экономикой в 1994-2001 годах.

В рассматриваемых странах можно выделить 3 основных модели. В Болгарии, Чехии, Словакии, Литве и Румынии после массовой приватизации листинг был принудительным. Фондовые биржи в этих странах характеризуются изначально быстрым ростом числа компаний, имеющих листинг, а затем их постепенным уменьшением. На ранних фазах активная торговля происходит с очень небольшим количеством акций, а по мере развития рынка неликвидные акции проходят процедуру де-листинга, во многом под влиянием более строгого регулирования (например, требования к минимальной величине капитала или ликвидности).

Другая группа стран – Эстония, Венгрия, Латвия, Польша<sup>61</sup> и Словения – предпочли начать с небольшого числа акций, имеющих листинг, которое возрастало по мере развития рынка. Имеющие листинг акции изначально обычно предлагались добровольно (*voluntary initial public offerings*).

Третья группа стран – Россия и Украина – совмещали оба метода, то есть как добровольное предложение (*voluntary offerings*), так и обязательный листинг для миноритарных пакетов приватизированных предприятий.

В Албании и Тиранская фондовая биржа, и Албанская комиссия по ценным бумагам были основаны в 1996 году. Однако биржа пока не работает как действительно фондовая биржа. Фактически это денежный рынок, на котором торгуют только Казначейскими векселями (*Treasury bills*). Торговля акциями приватизированных компаний осуществляется вне рынка.

---

<sup>61</sup> В Польше все же были некоторые обязательные требования к листингу для массово-приватизированных предприятий (*mass-privatized companies*) и НИФов.



В Македонии, Македонская фондовая биржа была основана в конце 1995 года. Объемы торговли были невысокими, а осенью 2001 года даже быстро сокращались.

В Румынии работают два организованных рынка ценных бумаг: Бухарестская фондовая биржа (BSE - Bucharest Stock Exchange) и рынок ОТС (Over the Counter) с использованием системы RASDAQ (Romanian Association Dealers Automated Quotation). Работу фондового рынка и его инфраструктуру регулирует Национальная комиссия по ценным бумагам, независимый орган власти, подотчетный румынскому парламенту<sup>2</sup>.

Биржи стран с переходной экономикой обычно имеют два или более уровня, в которых предлагаются все более гибкие требования к листингу. Основная часть рыночной капитализации и объемов торгов обычно приходится на свободный рынок. Очевидным исключением из этого правила является Загребская фондовая биржа, где акции двух наиболее торгуемых компаний находятся на первом уровне (first tier) и представляют 75% от объема торгов.

На BSE-Sofia существуют три сегмента (А, В, С) и свободный рынок (free-market), где единственным требованием к листингу является наличие проспектов и свободное движение (transferability) акций. Свободный рынок представляет 89% от рыночной капитализации и 69% объема торгов.

Загребская фондовая биржа имеет два сегмента с разными требованиями к отчетности. Хотя общее число компаний – 57 (осень 2001), только 4 из них зарегистрированы в первом сегменте. Из этих 4 три также зарегистрированы на Лондонской фондовой бирже (Zagreb Banca, Pliva (фармацевтика), Prodavka (сельское хозяйство и пищевая промышленность)). При этом оборот акций двух из этих компаний (ZB and Pliva), как было указано выше, составляет порядка 75% от общего оборота.

На Бухарестской фондовой бирже имеется два рыночных сегмента, а также сектор не имеющих листинг компаний. В первом рыночном сегменте в 2001 году было зарегистрировано 23 компании, во втором – 91. Рынок является очень сконцентрированным – 10 компаний представляли 80% рыночной капитализации.



Македонская фондовая биржа имеет три рыночных сегмента, при этом третий *de facto* является неофициальным внебиржевым рынком (OTC market), где и сосредоточена основная активность. Более того, на первом и втором сегменте осенью 2001 года торговали акциями только одной компании (one stock). В значительной степени рынок ограничен движением правительственных обязательств.

В большинстве стран с переходной экономикой депозитарии были организованы с запозданием по сравнению с развитием фондового рынка.

В Болгарии Центральный Депозитарий был основан в 1996 году как акционерное общество. Все операции на Болгарской фондовой бирже (BSE-Sofia) регистрируются и одобряются Центральным Депозитарием (ЦД), в том числе сделки, которые не проходили через биржу. Болгарский ЦД оценивается как очень эффективный и получает наивысшие оценки от международных финансовых институтов. Тем не менее акционеры не имеют свободного доступа к информации о структуре собственности, имеющейся в распоряжении ЦД в связи с трудностью осуществления и дорогостоящей административных процедур.

В Румынии регистрация интегрирована в систему клиринга и расчетов. Компании, чьи акции котируются на рынке, должны регистрировать свою собственность у независимого регистратора. Регистраторская и депозитарная деятельность (а также вознаграждение) регулируются законом о ценных бумагах и фондовом рынке и должна осуществляться юридическими лицами под наблюдением Комиссии по ценным бумагам. Последняя выпустила подробные инструкции по осуществлению этой деятельности.

В Хорватии Депозитарное Агентство (Securities Depository Agency), основанное в апреле 1999 года и финансируемое за счет займа Всемирного банка, представляет собой весьма успешный пример. Оно работает вполне удовлетворительно, считают в Хорватской комиссии по ценным бумагам (CROSEC), хотя брокеры жалуются на чрезмерно высокие цены.

В Албании Агентство по регистрации акций (Equity Registration Agency) было основано в 1996 году для регистрации акций приватизированных

---

<sup>62</sup> Ionita A.. Functioning of Boards of Directors in Romania. Third meeting of the South Eastern



компаний, с количеством акционеров превышающем 50. Получить информацию о структуре собственности других компаний практически невозможно.

Еще менее прозрачная ситуация сложилась в отношении регистрации акций компаний, чьи акции не торгуются на биржах.

В Румынии в соответствии с законом от компаний требуется вести реестр акционеров, самостоятельно или через делегирование этих полномочий специализированному независимому регистратору. Каждый акционер должен иметь возможность получить информацию о своей собственной доле, а также о собственности других акционеров.

Похожая ситуация сложилась и в Хорватии, где реестры собственности могут вестись как самой корпорацией, так и другой компанией. Тем не менее, специальное регулирование этого вида деятельности отсутствует. Что касается реестров предприятий, они ведутся местными коммерческими судами, однако они не включают в себя информацию о структуре собственности. Более того, доступ к этим реестрам стоит достаточно дорого, труден и требует больших затрат времени.

В Польше положения по прозрачности собственности в компаниях, имеющих листинг на бирже, изложены в Коммерческом Кодексе и в законе о ценных бумагах, который затрагивает и Комиссию по ценным бумагам, и Польское управление по защите конкуренции и потребителей.

В соответствии со статьей 351 Коммерческого кодекса совет управляющих акционерного общества обязан вести реестр зарегистрированных акций и временных сертификатов титула собственности. Этот реестр содержит имя (название) и адрес акционера, стоимость оплаченных вкладов, а также информацию о движении права собственности на акции и временные сертификаты с указанной датой события. Просмотреть реестр может каждый акционер.

В принципе, существует два типа акций: регистрируемые (именные) и на предъявителя. В настоящее время все акции, которыми торгуют на Варшавской фондовой бирже (WSE) и на СТО - нематериальные предъявительские акции. Именные акции регистрируются в специальном реестре, который ведется

компанией. Владельцы предъявительских акций должны депонировать свои акции в компанию, чтобы принимать участие в собраниях акционеров. Что касается нематериальных акций, то акционеры представляют сертификаты брокерских контор, подтверждающие их право собственности и замораживаются на счетах акционеров до конца общего собрания акционеров. Акционеры должны предъявлять свои акции для получения дивиденда. При перемещении именных, и предъявительских акций требуется свидетельство о перемещении акций. По мнению рыночных аналитиков, система регистрации всех сделок с акциями в процессе публичной торговли является эффективной и прозрачной.

Согласно статье 147 закона о ценных бумагах, инвестор, приобретающий или продающий 5% от общего числа голосующих акций в зарегистрированной на бирже компании, должен уведомить Комиссию по ценным бумагам и биржам, АМО (антимонопольный орган) и компанию в течение четырех дней с момента сделки. Уведомление также должно быть предоставлено после преодоления 10% порога. Затем инвестор должен делать такое уведомление каждый раз, когда он продает или приобретает дополнительные два процента от общего числа голосующих акций компании. Отказ предоставлять любое из этих уведомлений – проступок, который приводит к отмене права голоса приобретателя ценных бумаг, приобретенных без уведомления.

Кроме того, согласно статье 149 закона о ценных бумагах приобретатель, намеревающийся увеличить свою долю выше порога в 25%, 33% или 50% голосующих акций в публичной корпорации, должен обратиться со специальным уведомлением в Комиссию. Комиссия по ценным бумагам может запретить приобретение, если это приведет либо к нарушению положений закона о ценных бумагах, либо поставит под угрозу национальные интересы или экономику Польши. В любом случае Комиссия гарантирует, что общественности будет доступна всеобъемлющая информация.

С целью подсчета всех голосующих акций публичной корпорации, согласно статьям 147 и 149 упомянутого выше закона, вклады в доминирующие или зависимые юридические лица должны быть агрегированны. Закон о ценных бумагах определяет зависимое юридическое лицо как лицо, в котором доминирующее юридическое лицо имеет большинство в менеджменте или наблюдательном совете или имеет право осуществлять такой контроль. Отказ



уведомлять о зависимых юридических лицах накладывает на инвестора, не выполнившего это обязательство, штраф в размере 1 млн. PLN (\$0,2 млн.).

Свободный переход акций в странах с переходной экономикой обычно предоставляется всеми компаниями (как в Румынии), или только компаниями, чьи акции котируются на бирже, как часть требований для получения листинга. Однако возможны и ограничения на движение акций. Так, в Хорватии закон о компаниях позволяет акционерному обществу ограничивать движение через требование получить одобрение управляющих до передачи акций. Кроме того, компания может отменить регистрацию акций при условии, что это будет произведено «в интересах компании» или если акционер был внесен в реестр акций, не имея на это оснований.

Фондовые биржи стран ЮВЕ остаются достаточно слабо развитыми, с низкой капитализацией и незначительной ликвидностью. С такой ограниченной ликвидностью жизнеспособность рыночных посредников весьма проблематична, а данные о капитализации могут легко ввести в заблуждение.

На BSE-Sofia капитализация в 2001 году оценивалась в \$526 млн. Но только примерно половина этой капитализации, т.е. около \$300 млн. относятся к торговле акциями негосударственных компаний, таким образом, представляя примерно 35% ВВП. Годовой оборот достигал \$64 млн. В 1999 по сравнению с 1998 оборот упал на 40%, но оставался стабильным в 1999 и 2000 годах. На 31 октября 2002 года рыночная капитализация BSE составляла \$2,9 млрд. Причем рыночная капитализация 14 зарегистрированных на бирже «голубых фишек» оценивалась в \$2,4 млрд. Средний еженедельный оборот на BSE 2002 года составлял \$4 млн. (средний ежедневный оборот – около \$0,8 млн.).

Капитализация ZSE составляла порядка \$2,7 млрд. в конце 2000 года, что составляло 13,4% от ВВП. Годовой оборот составлял \$187 млн. (190% рост с 1999 года). Рынок Varazdin имел капитализацию порядка \$650 млн., что составляло почти 4% ВВП.

Капитализация Бухарестской фондовой биржи в конце 2000 года составляла \$400 млн. (в 1997 – \$630 млн.) или 1,4% ВВП (2,9%, если включить недавно зарегистрированный Румынский банк развития). Капитализация рынка RASDAQ составляла \$1 млрд., ежедневный оборот – \$500 тыс., гораздо больше, чем на BSE.



Рынок RASDAQ (OTC) открылся в октябре 1996 года. Этот рынок использует национальную систему US-NASDAQ (Rasdaq). Его основные характеристики:

Зарегистрированных компаний – 4900;

Компаний, участвующих в торгах (1996-2002) – 4520;

Общий оборот (1996-2002) – \$1,35 млрд.

Капитализация – \$1,8 млрд.

На начало июля 1999 года, в Польше было 7290 открытых акционерных обществ (JSC), что составляло 5,2% от общего числа компаний. Варшавская фондовая биржа (WSE) – единственная фондовая биржа в Польше, основанная в 1991 году Актом о публичной торговле ценными бумагами и трастовых фондах. В начале 2000 года рыночная капитализация Варшавской фондовой биржи составляла 123,4 млрд. PLN (или \$29,6 млрд.), или 20% от ВВП. Коэффициент оборота/ликвидности составлял 46%. На бирже имели листинг 221 компания, включая 15 Национальных инвестиционных фонда. Правительство было акционером (со средней долей в 15-20%) в 57 из этих зарегистрированных компаний. 15 из 221 зарегистрированных компаний представляли 80,1% от общей рыночной капитализации. 39% от общего оборота приходилось на иностранных инвесторов, в то время как местные институциональные инвесторы создавали 22% и местные мелкие инвесторы 39%.

Очевидно, что фондовые рынки стран с переходной экономикой были созданы как инструменты приватизации, и изначальная торговля на них была связана с перераспределением собственности. Они и сейчас во многом остаются вторичными рынками, исполняющими именно эти функции. Так, Бухарестская фондовая биржа и RASDAQ часто описываются только как место для внутренних игр между брокерами. И это особенно относится к BSE-Sofia, где регулярно торгуются только 10-15 компаний.

Более того, существует большое количество сделок с пакетами акций (почти 70% от общего объема в 2000 году), которые регистрируются на бирже, но условия этих сделок устанавливаются вне рынка. Кроме того, множество сделок все еще остаются внебиржевыми (согласно оценкам, вне рынка проходит на 30% сделок больше чем на рынке), основанных на инсайдерской информации, которая создает проблемы, связанные с прозрачностью, для установления рыночных цен.





Динамика рыночной капитализации также отражала избранный метод приватизации. В странах, которые предпочли более постепенную приватизацию, капитализация фондового рынка росла медленно (например, Польша, Венгрия), в то время как в странах, где прошла быстрая массовая приватизация, рыночная капитализация подскочила до очень высокого уровня, а затем уменьшалась по мере де-листинга неликвидных акций (например, Чехия).

К концу 2000 года самая высокая рыночная капитализация (без учета России) была в Польше, Венгрии и Чехии (см. Приложение 2, таблица 2). На остальных фондовых рынках капитализация незначительна, частично по причине малого размера стран (Эстония, Латвия, Литва и Словения), частично в связи со слабым регулированием (Болгария, Румыния, Словакия и Украина). Тем не менее даже крупнейшие фондовые биржи в странах с переходной экономикой относительно малы по мировым меркам.

Основной показатель оценки степени развитости фондового рынка - соотношение рыночной капитализации и ВВП - в Чехии, Эстонии, Венгрии и Литве превышает 20% (Приложение 2, таблица 3). Тем не менее если в Литве исключить из исследования свободный рынок, то ее показатель соотношения капитализации и ВВП будет примерно вдвое ниже. Болгария, Румыния и Украина, с другой стороны, имеют очень низкое значение (ниже 10%) этого показателя.

Неразвитость фондового рынка в переходной экономике – результат прежде всего проблем со стороны предложения. Практически все биржи испытывают недостаток в крупных компаниях с существенным объемом свободно торгуемых акций. Например, в случае Болгарии имеющие листинг акции (результат второй программы ваучерной приватизации) являются остаточными акциями правительства в непривлекательных компаниях. С другой стороны, ограниченное предложение «хороших» бумаг усиливается недостатком спроса. Число инвесторов относительно, и торговля акциями происходит в очень ограниченном кругу участников. Инвесторы отказываются вкладывать средства на фондовых биржах в связи с низкой ликвидностью, недостатком доверия и недостаточной юридической защитой прав миноритарных акционеров.

С точки зрения организации WSE (Варшавская фондовая биржа) считается одной из лучших бирж в посткоммунистических странах. WSE была основана



главным образом для того, чтобы обслуживать первичное размещение в ходе приватизации, что является обычной практикой для стран с переходной экономикой. В первые годы существования биржи имело место огромное предложение акций крупных приватизированных компаний. Теперь ситуация изменилась с точностью до наоборот. Ситуацию усложняет то, что новые игроки входят на рынок, создавая дополнительный спрос (например, пенсионные фонды). В результате WSE является очень маленьким рынком, к тому же имеющим тенденцию к дальнейшему сжатию.

Регулирование рынка ценных бумаг и защита инвесторов в корпоративном законодательстве сильно отличаются в разных странах. С точки зрения инфорсmenta десять стран ЦВЕ могут быть условно разделены на четыре группы. Первая группа, Польша и Венгрия, выбрали жесткие регулирующие механизмы с целью защитить инвесторов от злоупотреблений менеджмента и владельцев крупных пакетов. Эти две страны также прилагают значительные усилия в отношении механизмов инфорсmenta, что часто является наиболее слабым элементом законодательных систем стран с переходной экономикой. При сравнении этих двух стран, Венгрия имеет более слабое регулирование, чем Польша, но деятельность ее фондового рынка является следствием специфических методов приватизации, в ходе которой контрольные пакеты часто продавались иностранцам. Это привело к росту иностранного контроля над местными компаниями и помогло поднять интерес к местным рынкам путем повышения их ликвидности.

Три государства Балтии и Румыния вначале осуществили довольно строгое регулирование рынка ценных бумаг. Но способность регуляторов фондового рынка полностью осуществлять свои регулирующие функции была ограничена из-за недостатка ясных положений законодательства, недостатка ресурсов и опыта. Слабым фактором в Эстонии и Латвии является раскрытие и прозрачность информации, например, о действительных возможностях голосования (voting power) контролирующих собственников, совместных действиях (соглашениях при голосовании, корпоративных связях), а также об истинном владельце (если это оффшорное юридическое лицо). Литва в этом отношении продвинулась дальше: информация о блоках и совместных действиях в целом более доступна.



Чехия и Словакия не обращали надлежащее внимание на регулирование, что привело к злоупотреблениям, мошенничествам и, в итоге, существенному застою на местных рынках ценных бумаг. Чешский закон о ценных бумагах не предъявляет больших требований к раскрытию информации (акции могут менять своего владельца по цене ниже рыночной), слабо осуществляется наблюдение за посредниками, миноритарные акционеры почти не имеют возможности противостоять злоупотреблениям со стороны менеджеров и инвестиционных приватизационных фондов, действующих совместно с менеджерами. Ситуация улучшилась после принятия еще раз пересмотренного Коммерческого Кодекса (1 января 2001 года). Похожим образом дело обстоит и в Словакии, однако положения, обеспечивающие более жесткое регулирование, здесь вступили в силу только 1 января 2002 года.

Фондовый рынок Болгарии изначально был полностью нерегулируемым. Ситуация слегка улучшилась в 1995 году в связи с принятием закона о ценных бумагах, фондовых биржах и инвестиционных компаниях, хотя закон неоднозначно трактовал термин «заинтересованная сторона», а также не устанавливал какие-то обязанности для лиц, преодолевших определенные пороги пакетов акций.

В Болгарии в 2001 году законодательство в сфере раскрытия информации и определения заинтересованных сторон, а также эффективность деятельности рынков капитала возросла благодаря изменениям, внесенным в законодательство во второй половине 2000 года - после принятия закона о публичной торговле и ценных бумагах (Law on Public Offering and Securities (2000)). В 2000 году Совет Министров Болгарии принял постановление, содержащее подробный список требований для первичного размещения ценных бумаг и их дальнейшего движения, вполне соответствующий международным стандартам. В постановлении также содержатся требования к компаниям регулярно предоставлять общественности необходимую информацию.<sup>63</sup>

Словенский метод приватизации предоставил большое количество акций работникам предприятий, бывшим работникам и общественным фондам, находящимся под контролем государства. Кроме того, словенское

---

<sup>63</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.38-39



законодательство обеспечивает работников значительными правами в сфере корпоративного управления, включая представительство в органах правления компанией. При этом приватизация шла более медленно, оставляя существенные доли собственности в руке правительства. Большое присутствие правительственного контроля (в виде контролируемых государством фондов) в приватизированных словенских корпорациях – главное препятствие «нормальному» развитию рынка капитала в Словении. Большое участие государства также защитило рынки капитала от иностранцев. Так, только в январе 1999 иностранные банки были допущены к основанию своих отделений в Словении и только в июле 1999 отделениям и филиалам иностранных фирм, работающих с ценными бумагами, было разрешено войти на рынок. В результате даже при том, что уровень институционального и технического развития фондового рынка Словении достаточно высок, местный рынок остается сегментированным от мирового рынка из-за ограничений и «полусоциалистических» структур корпоративного управления (контроль со стороны работников и государства).

Во второй половине 1999 года произошли важные изменения в законодательстве, посвященном регулированию рынков капитала в Армении и Азербайджане. Новый армянский закон по регулированию рынка ценных бумаг содержит в себе положения, касающиеся эмиссии, покупки и продажи ценных бумаг, а также касающиеся Комиссии по ценным бумагам Армении. Новый закон Азербайджана по защите прав и интересов на рынке ценных бумаг устанавливает штрафы, налагаемые на лица, нарушившие биржевые правила, и основывает фонд, из которого будут выплачиваться компенсации акционерам, чьи интересы могут быть нарушены в результате таких нарушений. Комиссия по ценным бумагам в Азербайджане также была основана в конце 1999 года.

В Армении в марте 2002 года Национальная ассамблея утвердила Программу деятельности Армянской Комиссии по ценным бумагам на 2002 год. Программа включает в себя меры, направленные на рост распространения информации для общества, касающиеся деятельности акционерных обществ, а также меры по внедрению эффективной системы бухгалтерского учета и аудита. Комиссии также было поручено помочь акционерным обществам готовить финансовые отчеты, отвечающие международным стандартам бухгалтерской



отчетности. Комиссия по ценным бумагам также уполномочена проводить проверки с целью раскрытия нарушений правил бухгалтерского учета и аудита.

В 2000 году серьезные изменения произошли в Литве - на волне реформ в секторе рынков капитала. Так, Литовская комиссия по ценным бумагам одобрила Правила Вторичной Торговли на внебиржевом рынке (Rules of Secondary Trading Outside of the Stock Exchange), которые регулируют сделки с ценными бумагами, проводимыми вне фондовой биржи и устанавливают правила распространения информации об этих сделках. В Литве также был введен в действие новый закон об инвестиционных компаниях, который значительно облегчил процедуру их основания. В апреле 2002 года в Литве вступил в силу новый закон о публичной торговле ценными бумагами (Law on the Public Trading of Securities), предназначенный для гармонизации литовского режима обращения ценных бумаг с требованиями ЕС.

В 1999 году Пражская фондовая биржа, добиваясь большей открытости рынка ценных бумаг, ужесточила свои инструкции. Теперь от компаний требуется давать открытую информацию о своих дочерних компаниях, объеме непогашенных займов, кредиторах, включая их имена и названия, а также существенных изменениях в менеджменте и совете директоров. Компании, имеющие листинг на бирже, также обязаны сообщать о любом изменении в их финансовом положении, которое может повлиять на цену их акций.

Поправки 2001 года создали новые принципы открытой торговли ценными бумагами, в том числе новые требования к процедуре листинга. Кроме того, ряд поправок уточнял и расширял полномочия Комиссии по ценным бумагам Чехии. Тем не менее, несмотря на внесенные изменения 2001 года, эффективность чешского законодательства возросла незначительно, а его охват даже уменьшился.

На Украине в 2000 году Государственная комиссия по ценным бумагам и биржам также обнародовала новые инструкции, в которых перечисляется информация, которая должна быть раскрыта открытыми АО и эмитентами облигаций<sup>64</sup>.

---

<sup>64</sup> Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000, p. 39.



В январе 2002 года в Эстонии вступил в силу новый закон о ценных бумагах, который приблизил систему рынков капитала Эстонии к стандартам ЕС. В нем рассматриваются вопросы публичного предложения ценных бумаг, деятельность инвестиционных компаний и предложение инвестиционных услуг, а также вопросы по контролю и регулированию соответствующей деятельности. В результате эффективность рынка капитала Эстонии продолжает расти. Кроме того, в Эстонии были введены в действие новые положения по поводу регистрации и размещения ценных бумаг. Был создан новый Центральный реестр ценных бумаг, который должен содержать все зарегистрированные акции с 1 января 2003 года.

В 2000-2001 годах в Словакии произошли значительные изменения в законодательстве, касающемся рынков капитала. В ноябре 2000 года вступил в силу новый закон о фондовых биржах, согласно которому фондовая биржа может быть основана не менее, чем 10 учредителями, а также содержит другие важные положения о фондовых биржах и торговле ценными бумагами. Также были внесены изменения в закон о ценных бумагах, согласно им, в частности, торговля ценными бумагами разрешается с момента их появления на рынке, а не с момента получения разрешения на их эмиссию, как это было раньше.

1 января 2002 вступил в силу новый венгерский закон о рынках капитала (Capital Markets Law), заменив собой Закон о ценных бумагах 1996 года, Commodities Exchange Law 1994 года, Закон об инвестиционных фондах 1991 года. Новый закон скоординирован с мерами, которые принимает правительство для создания единого регулятора финансового рынка – Венгерский орган по финансовому наблюдению – и установлению общих правил по рекламе и маркетингу финансовых услуг. По новому закону, усовершенствуется защита инвесторов через увеличение требований к капиталу для управляемых фирм и увеличение открытости и обязательной отчетности. Кроме того, новый закон приводит венгерское законодательство в соответствие с требованиями ЕС.

#### *2.5.5. Банкротства*



В принципе, все системы несостоятельности и банкротства можно разделить на две крайние группы: ориентированные на должника (США, Франция) и ориентированные на кредитора (Великобритания).

Законодательство США позволяет должнику сохранять контроль над неплатежеспособным юридическим лицом и обеспечивает должника исключительным правом предоставить свой план реорганизации компании в течение определенного периода времени. Распределение прав в пользу должника является во многом политическим выбором, поскольку приоритетным признается сохранение компаний, против которых возбуждено дело о банкротстве в качестве функционирующих предприятий, а не прекращение их деятельности путем ликвидации. Существенным недостатком этой модели является возможность злоупотребления должником своими правами.

Конкурсное законодательство, имеющее продолжниковую направленность, характерно для Узбекистана, Молдовы, Литвы, Украины (хотя в последнем случае общая продолжниковая направленность сочетается с серьезными отдельными прокредиторскими положениями).

В свою очередь, британская модель отдает преимущественные права кредитору. В течение процедуры банкротства, контроль над предприятием получает третья сторона, действующая от имени кредиторов. Очевидным недостатком этой модели является тот факт, что в ее рамках отдается явное поощрение ликвидации предприятия, а не его оздоровлению, поскольку кредиторы заинтересованы в первую очередь в продаже активов попавшей в трудное положение компании, а не в ее спасении.

Как прокредиторская может быть охарактеризована система конкурсного права Азербайджана, Казахстана и Грузии. Сильные прокредиторские элементы присутствуют в законодательстве Латвии и Эстонии.

Изначально перед странами ЦВЕ и СНГ стоял выбор между этим двумя моделями. Однако, поскольку большинство развитых стран применяет смешанную модель, включающую элементы как американской, так и английской, стараясь найти баланс между правами кредиторов и должников (так, управление предприятием, находящимся в процедуре банкротства, обычно возлагается на управляющего, нейтрального как кредиторам, так и должнику), то и многие страны с переходной экономикой попытались идти по этому же



пути. Так, систему российского конкурсного права можно назвать нейтральной, но имеющей значительный продолжниковый уклон (с 2002 года). 65

Важнейшим условием для эффективной работы механизма возбуждения процедуры банкротства юридического лица является наличие ясного определения несостоятельности. Если возбуждение процедуры банкротства происходит слишком рано, это может иметь негативные последствия для должника, пытающегося спасти свой бизнес. С другой стороны, если возбуждение процедуры банкротства затягивается, это может повлечь за собой причинение убытков кредитора, поскольку в этом случае активы должника могут быть исчерпаны до начала процедуры.

Так, в соответствии с венгерским законом о банкротстве от 1992 года, возбуждение процедуры происходило автоматически против любого предприятия, исполнение обязательств которого просрочено более чем на 90 дней. В результате практического применения указанного закона, в 1992 году в Венгрии было возбуждено огромное количество дел о банкротстве компаний. При этом эффективные процедуры реорганизации предприятий отсутствовали. Это привело к тому, что положение закона, устанавливающее автоматическое возбуждение процедуры банкротства, было отменено уже в 1993 году.

Прямо противоположный опыт наблюдался в Чехии, где поправки к закону о банкротстве 1998 года вообще не содержали ни ясного определения несостоятельности, ни четкого определения случаев, при наступлении которых должник обязан заявить о начале процедуры своего банкротства. В результате, эффективное применение закона стало невозможным.

В большинстве западных стран используется два критерия определения несостоятельности (либо один из этих критериев, либо их комбинация): «кассовый» («cash») и «бухгалтерский» («accounting»). Если применяется первый критерий, предприятие считается неплатежеспособным, когда оно не в состоянии своевременно (как правило, в течение 90 дней) оплатить свои долги. Согласно бухгалтерскому критерию, предприятие неплатежеспособно, если его долги превышают его активы. Второй метод для стран с переходной экономикой малоэффективен, поскольку стандарты бухгалтерского отчетности

---

<sup>65</sup> См.: Телюкина М. Основы конкурсного права. М., Волтерс Клувер, 2004, с.77-82.





в этих странах далеки от совершенства, поэтому лучшие результаты были продемонстрированы странами, использующими комбинацию из обоих критериев.

Важной проблемой является и выбор стороны (должник, кредиторы, суд), получающей право начать процедуру банкротства. Если закон обеспечивает возможность как для ликвидации, так и для реорганизации предприятия, лучшим выходом является наделение правом подавать заявление о возбуждении процедуры банкротства как должника, так и кредитора. Если закон наделяет таким правом только должника, в нем должны быть обязательно предусмотрены стимулы, не дающие должнику затягивать начало этой процедуры. Если правом начинать процедуры банкротства по закону наделяется суд, он должен быть способен эффективно осуществлять эту задачу.

Важнейшей задачей для переходных экономик ЦВЕ и СНГ является удаление из законодательства о банкротстве всех препятствий для реализации прав как должника, так и его кредиторов.

Если процедура банкротства является быстрой, это помогает избежать задержек, которые могли бы навредить как должнику, так и кредиторам, а также перегрузить судебную систему. Законные интересы кредитора могут быть обеспечены только в том случае, если процедура настолько быстра, чтобы активы должника не успели потерять свою ценность. С другой стороны, быстрая процедура банкротства, в зависимости от модели (американской или британской) позволяет должнику либо начать деятельность с «чистым» балансом («clean» balance sheet), либо вообще с «чистого листа» («fresh start»), что в свою очередь способствует развитию частного предпринимательства.

Поэтому в законодательство о банкротстве должны быть включены четкие сроки регистрации заявления о начале процедуры банкротства, составления и утверждения через голосование плана реорганизации предприятия либо оценки его активов с их дальнейшей продажей.

Проблемы, которые приносит слишком медленная процедура банкротства, хорошо видны на примере Словакии, где обычно слушание по делу происходит только через год, после того как был зарегистрирован запрос. Кроме того, в этой стране каждый должник обязан пройти через процедуру реорганизации вне зависимости от своего финансового состояния. В результате, вся процедура



банкротства в Словакии по состоянию на 1999 год обычно занимала от трех до пяти лет.

Каждый нормально работающий закон о банкротства должен содержать в себе положения, предусматривающие альтернативу ликвидации предприятия – в форме реорганизации. Среди прочего, в законе о банкротстве должны быть освещены такие составляющие реорганизации как: начало процедуры реорганизации; стороны, имеющие право начать эту процедуру; степень ограничений на деятельность в течение переговоров по плану реорганизации; роль менеджмента в течение переговоров; процедура перехода от реорганизации к ликвидации предприятия; все сроки; голосование по плану реорганизации; выполнение плана реорганизации.

Особое внимание должно быть уделено такому вопросу, как уровень поддержки кредиторов, необходимый для одобрения плана реорганизации. По общему правилу, в развитых странах для одобрения плана реорганизации обычно требуется либо две трети голосов кредиторов, либо простое большинство. В законах о банкротстве в странах ЦВЕ и СНГ обычно содержится такое же положение, однако в начале 90-х были и исключения. Так, в Румынии по старому закону о банкротстве требовалось 100% голосов кредиторов. Это положение было изменено в новом законе о банкротстве (июнь 1995). Этот закон позволил кредиторам, представляющим две трети просроченных требований к должнику, одобрить план реорганизации. По этому закону также требуется простое большинство голосов среди кредиторов каждого класса для одобрения плана реорганизации.

В Чехии и Латвии по законам о банкротстве от 1996 года требуется только большинство голосов кредиторов для одобрения плана реорганизации. Таким образом, уровень защиты прав кредиторов здесь ниже, чем в Румынии, где требуется квалифицированное большинство, что обеспечивает дополнительную защиту прав кредиторов.

Важно, чтобы процедура реорганизации включала в себя возможность для кредиторов обеспечить законными средствами защиту активов должника сразу после начала переговоров о плане реорганизации. Согласно ранним версиям законов о банкротстве в странах с переходной экономикой кредиторы, получившие обеспечение (secured creditors), имели возможность продолжать подавать и регистрировать судебные иски против должника даже после начала



переговоров по плану реорганизации. В результате возникала ситуация, когда активы должника быстро исчерпывались, что делало сами переговоры бессмысленными.

В большинстве развитых стран несостоятельное предприятие должно приостановить заключение всех финансовых сделок, как только началась процедура банкротства. Это положение может охватывать широкий круг сделок, однако в большинстве случаев речь идет прежде всего о запрете на привлечение новых долгов, оплату просроченных требований и на продажу активов. Действие этого положения должно быть распространено и на должника, и на кредиторов – как имеющих обеспечение, так и не имеющих его.

Это ограничение должно быть наложено на имеющих обеспечение кредиторов, поскольку они имеют стимул продать как можно скорее свой имущественный залог, даже если это будет иметь негативные последствия для процедуры банкротства. Многие системы банкротства в странах с переходной экономикой исключают уплату налогов и заработной платы из числа сделок, заключение которых приостанавливается. Тем не менее супер-приоритетные требования - налоговые выплаты, заработная плата сотрудникам - должны быть сведены к минимальному из возможных уровню, чтобы не подрывать доверие кредиторов.

Доверительный управляющий (trustee) - независимое лицо, призванное контролировать и управлять процедурой банкротства. Учитывая степень и важность роли доверительного управляющего, необходимо установление профессиональных стандартов, в том числе через режим лицензирования. Так, при подготовке закона о банкротстве в Румынии принималось решение, кому предоставить большую часть работы – доверительному управляющему или суду. Выбор был сделан в пользу суда, поскольку профессия доверительного управляющего была новой, а лица, имеющие необходимую квалификацию, встречались еще очень редко. Административные расходы, такие как вознаграждение для специалистов, осуществляющих ликвидацию предприятия, должны быть оплачены до того, как имеющие обеспечение кредиторы получат свою компенсацию.

Чтобы осуществить эффективную ликвидацию предприятий, необходимо соблюдать очередность кредиторов. Кредиторам, имеющим обеспечение, нужно дать компенсацию согласно стоимости их защищенного требования. Болгарский



закон о банкротстве от 1994 ясно обеспечивает это преимущество для имеющих обеспечение кредиторов. С другой стороны, польское законодательство о банкротстве, не предоставляет преимуществ кредиторам, имеющим обеспечение.

Если следствием процедуры банкротства стала реорганизация, очередность кредиторов и отношения между акционерами полностью зависят от итогов плана реорганизации. Обычное заблуждение состоит в том, что вмешательство суда якобы всегда влечет за собой замедление и усложнение дела. Часто это действительно соответствует истине, поскольку для ликвидации предприятия через суд требуется время для того, чтобы дать взвешенную оценку требованиям конкурирующих сторон, а также потому, что стороны часто намеренно затягивают дело для того, чтобы воспрепятствовать действиям ликвидаторов.

Для стран с переходной экономикой ключевым вопросом становится выбор суда, занимающегося делами о банкротстве. Некоторые страны сделали выбор в пользу специализированных судов, занимающихся делами о банкротстве, заменяющими в этой сфере прежние арбитражные суды. Другие страны предпочли, чтобы банкротствами занимались независимые суды в рамках судебной системы по коммерческим вопросам. Например, Литва преобразовала старую систему арбитража в систему судов, занимающихся делами о банкротстве и другими проблемами, попадающими под действие коммерческого законодательства.<sup>66</sup>

По мнению экспертов ЕБРР, законодательство стран с переходной экономикой, посвященное процедуре банкротства, развито слабее, чем законодательство в других сферах коммерческого права. В особенности это касается эффективности применения этого законодательства. Слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывает определенные сомнения и квалификация назначаемых внешних управляющих, а также их полномочия. Несмотря на то, что в последние годы в странах ЦВЕ, Балтии и СНГ предпринимались серьезные шаги по

---

<sup>66</sup> Transition Report 1999. Ten years of Transition. EBRD, 1999, p. 160-163.



усовершенствованию как законодательства, так и практики в сфере банкротств компаний, значимых улучшений не наблюдается.

Впрочем, по мнению ЕБРР, в Европе в 2001 году имелось и два исключения: Македония, где поправки в закон о банкротстве были внесены в июле 2000, и Словакия, где изменения в законодательство вносились в августе 2000 и феврале 2001 года. В результате в обоих странах эффективность процедуры банкротства серьезно возросла. Так, например, в Словакии собственность банкрота теперь может быть продана помимо открытого аукциона, а кредиторы несостоятельного предприятия получили право одобрять назначение лица, проводящего процедуру банкротства. Кроме того, поправки обеспечили замену менеджмента компании и предотвратили вывод капитала с предприятия-должника без одобрения управляющего банкротством<sup>67</sup>.

Словацкий закон о банкротстве был также дополнен и в 2002 году – с целью отменить преимущество налоговых органов накладывать арест на движимое и недвижимое имущество должника. Наличие этого преимущества приводило к тому, что банки неохотно выдавали кредиты. Новые положения вступили в силу с января 2003 года<sup>68</sup>.

Кроме этих двух стран, ЕБРР выделяет также и Болгарию, где в октябре 2000 года были внесены изменения в законодательство о несостоятельности, способствующие ускорению слушаний дел о банкротстве и привели процедуру банкротства в соответствие с Гражданским Кодексом Болгарии. Среди прочего, поправки направлены на усовершенствование процесса подготовки списка требований, ограничивают время, в течение которого кредиторы могут предъявить требования к должнику, а также время, в течение которого эти требования могут быть сняты. Поправки стали следствием критики, в основном со стороны болгарских банков, на то, что дела о банкротстве рассматриваются слишком медленно и часто безрезультатно, в результате чего банки несут крупные финансовые издержки<sup>69</sup>.

В январе 2000 на Украине вступил в силу новый закон о банкротстве, который расширил категорию лиц, имеющих право начать дело о банкротстве, и

---

<sup>67</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.36.

<sup>68</sup> Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002, p. 38.

<sup>69</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.36.



установил минимальную сумму долга, которая может стать основанием для возбуждения дела. Закон также содержит положения, касающиеся доверительного управляющего (в законе – арбитражного управляющего), который должен иметь специальную подготовку в области права, экономики или другой близкой профессии<sup>70</sup>.

Новые поправки в закон о банкротстве на Украине были внесены в марте 2002 года. Они касаются квалификации, прав и обязанностей управляющих, а также содержат процедуры, касающиеся моратория на удовлетворение требований кредиторов, управления собранием кредиторов и проведения реорганизации<sup>71</sup>.

Поправки в чешский закон о банкротстве были внесены в первой половине 2000 – частично как результат давления со стороны ЕС. Всего с 1991 года закон о банкротстве в Чехии подвергался правке более десяти раз. Частые изменения в результате создали впечатление, что закон неэффективен. Постоянной проблемой Чехии являются задержки в ходе слушаний дел о банкротстве. Некоторые наблюдатели также отмечали, что по чешскому законодательству менеджмент компании имеет возможность лишиться должника его активов в течение достаточно длинного периода времени - между регистрацией заявления о банкротстве и официальным признанием судом компании банкротом. Новые поправки сократили этот период до десяти дней<sup>72</sup>.

В Польше существует два метода передела имущества несостоятельных предприятий. Первый – ликвидация. Это – административная процедура, которая применяется в отношении государственных предприятий (согласно статье 19 Закон о государственных предприятиях). На конец сентября 2002 года, было начато 1786 таких дел, в том числе 894 завершено. <sup>73</sup>

Процедура банкротства по закону (Judicial bankruptcy procedures) регулируется еще довоенным законом о банкротстве от 24 октября 1934 года (несколько раз в закон вносились существенные поправки). Ежегодно в Польше возбуждается порядка 3000 дел о банкротстве. Тем не менее, их роль в переделе

---

<sup>70</sup> Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000, p. 37.

<sup>71</sup> Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002, p. 38.

<sup>72</sup> Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000, p. 38.

<sup>73</sup> P. Kozarzewski. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.



имущества может быть более значительной, если надлежащим образом защищаются права кредиторов. Очень часто компании объявляют о банкротстве слишком поздно, когда активы уже выведены (withdrawn). Суды обычно отделяются от дел о банкротстве, поскольку стоимость активов часто недостаточна даже для того, чтобы покрыть судебные издержки.

## **2.6. Внутренние механизмы корпоративного управления (Значимость совета директоров в корпоративной системе)**

Совет директоров (наблюдательный совет, далее - совет) в корпорации должно быть ключевым органом, осуществляющим стратегическое руководство компанией, эффективно контролирующим менеджмент и ответственным перед акционерами. Тем не менее в странах с переходной экономикой роль и функции совета на практике пока весьма слабы.

Роль членов советов директоров в странах с переходной экономикой часто остается непонятной. Причиной этого является структура собственности и тесные связи между главными собственниками – члены правления имеют тенденцию работать в интересах всего нескольких акционеров, которых они представляют. С этой точки зрения, их поведение часто соответствует скорее тому, как должен вести себя менеджер, а не директор.

Роль независимых внешних директоров (outside directors), которые должны создавать противовес внутренним директорам (inside directors), в переходных экономиках понимается слабо. В лучшем случае внешние директора призваны обеспечивать «внешний вид» корпорации. Это является большой проблемой, поскольку независимость совета особенно важна именно в компаниях с высокой концентрацией собственности, что характерно для стран с переходной экономикой.

В странах с переходной экономикой представлены обе существующие структуры органов управления – одноуровневая и двухуровневая, причем часто обе модели встречаются в одной стране. Таким образом, существует определенная смесь между континентальной и англо-саксонской системами.

В Хорватии существует двухуровневая система, основанная на германской модели, с советом управляющих (Management Board) и наблюдательным советом (Supervisory Board). В Болгарии компании имеют право самостоятельно



выбрать модель. В целом, порядка 2/3 компаний имеют одноуровневую систему (характерную для англосаксонской традиции) и около 1/3 – двухуровневую (правление и наблюдательный совет, как это принято в рамках континентальной традиции). Так, согласно исследованию, проведенному Vitosha Research в 2000 году, из 157 компаний, ставших объектом анализа, 64% использовали одноуровневую модель и только 36% - двухуровневую. При этом одноуровневая система была в целом более типична для промышленных компаний, двухуровневая - для холдингов (holding companies).

Таким образом, налицо некий парадокс, поскольку одноуровневая модель теоретически предполагает высокую степень распыления собственности, чего не наблюдается в Болгарии, где уровень концентрации собственности является довольно высоким. Более того, в последние годы в Болгарии наметилась четкая тенденция, в рамках которой компании отказываются от двухуровневой модели в пользу одноуровневой с одновременным сокращением численности членов Совета директоров.

Отчасти этот парадокс можно объяснить тем, что для малых и средних предприятий одноуровневая система управления является просто более удобной, поэтому они и переходят к ней с одновременным де-листингом на фондовой бирже. С этой точки зрения большой интерес представляет предложение ряда экспертов, создать специальный сектор на фондовой бирже для торговли акциями малых и средних предприятий, с одновременным введением обязательного требования иметь двухуровневую систему управления для крупных публичных корпораций<sup>74</sup>.

В Македонии компании также имеют право самостоятельного выбора между двумя структурами правления. В Румынии формально принята унитарная (одноуровневая) система, но фактическое распространение получила гибридная система с двумя управляющими органами. Крупные компании (особенно, если они контролируются иностранцами) используют эту гибридную модель

---

<sup>74</sup> Insiders, Outsiders, and Good Corporate Governance in Transitional Economies: Cases of Russia and Bulgaria. Final Analytical Report by Institute for Industrial and Market Studies at HSE, Russia, Center for Comparative Studies, Bulgaria, and Timothy Frye, Ohio State University, USA. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C., p. 38-39.





управления, поскольку это позволяет разделить две главные функции между иностранным партнером и местными специалистами.

Во-первых, Совет может делегировать некоторые полномочия Комитету директоров, составленному из ограниченного числа членов Правления. На практике это означает, что не избранные в Совет директоров члены Правления фактически начинают играть роль близкую к роли членов Наблюдательного совета. Во-вторых, законодательство Румынии предусматривает существование отдельного органа – так называемых «Цензоров» (“Censors”). Цензоры не участвуют в процессе принятия решений. Они, как предполагается, контролируют компанию и Правление, следят за тем, чтобы решения не противоречили законодательству, и проверяют финансовые документы. Они избираются ежегодным собранием акционеров. Только один из них должен быть дипломированным бухгалтером высшей квалификации, однако все они должны быть избраны из акционеров.

В Польше старый Коммерческий Кодекс предусматривал двухуровневую структуру управления, включающую в себя наблюдательный совет, совет управляющих и там, где это допускалось, совет аудиторов. Эти органы осуществляют постоянное наблюдение за деятельностью компании. Каждое акционерное общество с акционерным капиталом, превышающем 500 тыс. PLN (\$120 тыс.), должно иметь наблюдательный совет и/или совет аудиторов, также как и совет управляющих. Новый кодекс упразднил совет аудиторов в акционерном обществе. Его функции передаются лицензированным аудиторам и наблюдательному совету.

Функции и полномочия совета обычно не описываются в законодательстве в деталях – чтобы обеспечить гибкость в этой сфере. Фактическое функционирование, влияние и эффективность совета зависит больше от качеств его членов и президента или главного исполнительного директора компании.

В Болгарии законом не описываются даже самые обычные и основные требования, такие как одобрение бизнес-планов и стратегии компании. В Румынии закон о компаниях устанавливает основные правила, касающиеся назначения членов совета и организации его работы, но многие детали, касающиеся деятельности совета, разработаны не очень подробно. В Хорватии закон о компаниях устанавливает главные обязанности наблюдательного совета.



Тем не менее, в них не включено одобрение вознаграждений управляющих. Кроме того, нет требований по раскрытию информации относительно работы наблюдательного совета, например, о списках присутствующих.

В Польше Наблюдательный совет контролирует совет управляющих и следит за финансовыми отчетами компании. Он сообщает акционерам информацию о деятельности компании, передает им предложения менеджмента о распределении прибыли и убытков, а также представляет письменный отчет акционерам. Наблюдательный совет также имеет право временно отстранять отдельных членов совета управляющих или весь совет в полном составе, и временно назначать в него собственных членов.

Устав обычно расширяет компетенцию наблюдательного совета, чтобы важные деловые решения, принимаемые советом управляющих и, нередко, кратко- и долгосрочная деловая стратегия утверждались наблюдательным советом.

Наблюдательный совет должен иметь, по крайней мере, пять членов. При этом его члены не могут входить в менеджмент корпорации. В то время как от акционерных обществ старый Коммерческий Кодекс требовал иметь либо наблюдательный совет, либо совет аудиторов, некоторые компании выбрали оба органа для своей управленческой структуры. Там, где существовал только наблюдательный совет, акционеры, представляющие одну пятую акционерного капитала, раньше могли требовать назначения совета аудиторов. Теперь в компаниях с ограниченной ответственностью в Польше акционеры, представляющие 10% акционерного капитала, могут требовать от суда, ведущего регистрацию назначить внешних аудиторов для проверки бухгалтерских книг и операций компании.

Совет управляющих (правление) осуществляет текущее управление компанией и представляет ее в судах. Он отвечает за все решения, которые не относятся к полномочиям наблюдательного совета либо общего собрания акционеров. Обычно устав компании требует, чтобы совет управляющих запрашивал согласие наблюдательного совета на принятие всех главных решений. Максимальный срок пребывания в совете управляющих - три года, однако члены совета могут быть удалены из него в любое время.

Если совет управляющих состоит из нескольких человек, устав компании определяет его состав. В новом кодексе установлено, что устав может



предусматривать удаление членов совета из него только если для этого есть причина. Коммерческий Кодекс не предусматривает наличие каких-либо специальных комитетов в рамках структуры правления компании. Комитеты могут создаваться только через устав корпорации.

Общие обязанности органов управления включают в себя ответственность за ведение документации компании; обязанность созывать общее собрание акционеров, информировать Комиссию по биржам и ценным бумагам, Варшавскую фондовую биржу и общественность о любом существенном факте, который может иметь значение для рыночной ценности ценных бумаг корпорации; сообщать о любом личном интересе в сделках компании; вести реестр зарегистрированных акций и сертификатов титулов собственности и позаботится о том, чтобы этот реестр был доступен акционерам; а также модернизировать досье компании в окружном суде, включая финансовую информацию и состав органов управления. Совет управляющих также обязан уведомлять Коммерческий реестр о любых изменениях в течение 14 дней.

Члены органов управления компанией несут юридическую ответственность за действия, нанешие вред компании, и могут быть заключены в тюрьму на срок до пяти лет или оштрафованы. Директора – вместе и индивидуально – несут ответственность за ущерб, нанесенный правлением. Новый кодекс устанавливает, что предоставление ссуды, кредита, гарантии или другой привилегии члену правления должно быть одобрено общим собранием акционеров.

Процесс назначения членов совета и правления не всегда учитывает необходимость учета интересов миноритарных акционеров, даже если утверждение проходит путем кумулятивного голосования. Так, в Хорватии голосование по количеству акций не имеет никаких ограничений. Однако определенные акционеры могут иметь право назначать до трети состава Наблюдательного совета без одобрения общего собрания акционеров. Кроме того, акционеры, владеющие долей капитала свыше 10%, могут предлагать кандидатов в наблюдательный совет. Тем не менее на предприятиях, контролируемых государством, миноритарные акционеры часто имеют соглашение с государством о включении в правление их представителя.

В Польше выборы в совет управляющих и наблюдательный совет обычно проходят на общем собрании акционеров. Однако кодекс позволяет компаниям



устанавливать дополнительные процедуры в соответствии с уставом компании. В принципе, члены совета управляющих избираются акционерами. Однако в попытке укрепить наблюдательный совет, новый кодекс определяет, что члены совета управляющих избираются последними, если устав не определяет иное. В некоторых определенных отраслях, например в банковском секторе, члены совета управляющих должны иметь по крайней мере двухлетний стаж работы в банковской сфере и общий пятилетний стаж работы в финансовых учреждениях. Минимальные критерии были установлены для квалификации членов наблюдательных советов в государственных компаниях.

Относительно злоупотребления служебным положением (*conflict of interest and material interest*) законодательство различных стран значительно отличается друг от друга.

В Румынии злоупотребление служебным положением ведет к дисквалификации члена правления. Член правления должен сообщать другим членам правления, когда он или один из его родственников имеют специфический интерес в данной сделке. В случае, если он скрыл такую информацию, он становится ответственным за ущерб, понесенный компанией.

В Болгарии от членов правления не требуется раскрытия информации о любом материальном интересе, который они могут иметь в данной сделке. В Хорватии члены правления также не обязаны информировать о своем материальном интересе при некоторых сделках и им не запрещается участвовать в принятии решений по сделкам с заинтересованностью.

Формально Правление должно устанавливать вознаграждение для главного исполнительного директора (кроме Хорватии), однако на практике, вознаграждение определяется контролирующим акционером. Сведения о вознаграждении директоров обычно не публикуются, поэтому существует тенденция к большой свободе директоров в этой сфере несмотря на то, что формально требуется одобрение ежегодного собрания акционеров. Обычно здесь применяются следующие уловки: корректировка за счет инфляции и не оговоренные контрактом бонусы.

Системы вознаграждений, связывающие вознаграждение правления с деятельностью фирмы, распространены мало. В Румынии вознаграждение на основе деятельности компании должно быть одобрено внеочередном общем



собрании акционеров, даже если это не предусмотрено в учредительных документах компании.

Использование вознаграждения на основе деятельности компании может быть затруднено в связи с ограничениями, накладываемыми законом на вознаграждение в форме акций, как это имеет место, к примеру, в Болгарии. Однако еще больше затруднений эта форма вознаграждения встречает в связи с низкой ликвидности рынков капитала.

Среди общих наиболее характерных тенденций следует выделить:

- состав совета обычно отражает структуру собственности, за исключением государства, которое все еще имеет чрезмерное представительство;

- совет едва ли выполняет функцию независимого контроля за управляющими. Нет никаких установленных законом требований в том, что касается внешних, независимых директоров. Очень часто формально внешние директора существуют, однако реально они представляют лица, связанные с компанией или контролирующими собственников;

- некоторые внешние директора назначаются исключительно из политических соображений, и регулярно меняются после парламентских выборов. Особенно это распространено в Румынии применительно к ФИФам;

- наблюдается растущее разделение функций между председателем совета директоров и исполнительного директора как такового, хотя это разделение, по своей природе, все еще является формальным.

- в большинстве советов нет специализированных комитетов. Более того, советы редко обращаются за помощью к независимым экспертам, которые могли бы оказать помощь при выработке стратегии компании или эффективного контроля за менеджментом.

## 2.7. Некоторые выводы

Современная структура собственности акционерных обществ в странах с переходной экономикой, как правило, имеет ряд типичных характеристик, отражающих историю приватизационных программ. Она характеризуется прежде всего большой долей собственности инсайдеров, собственности,



оставшейся в государственном владении, а также появлением различных институциональных инвесторов, включая (в ряде стран) бывшие приватизационные фонды.

Разумеется, экономика каждой из стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) имеет ряд специфических характеристик. В одних странах (Словения), например, большое распространение получило участие сотрудников предприятия как в собственности, так и в управлении («employeeism»). В других странах (Чехия), напротив, работники предприятий редко участвуют в его собственности и работе органов управления. В экономике ряда стран (например, в Польше, Эстонии и Венгрии) иностранные инвесторы играют одну из главных ролей, в отличие от Словении, где их роль очень ограничена и т.д. Тем не менее, существуют и *некоторые общие тенденции трансформации отношений собственности* в странах с переходной экономикой.

Во-первых, в большинстве компаний, приватизированных через использование схем массовой приватизации, не предусматривающих официальных привилегий для инсайдеров, прошли активные процессы вторичной приватизации, позволившие захватить контроль над предприятием новым собственникам. В то же время переход собственности к новым владельцам в компаниях, контролируемые инсайдерами, в целом не был характерен и наблюдался только на незначительном числе компаний.

Во-вторых, в большинстве компаний активно продолжается рост концентрации акционерной собственности. Тенденция к концентрации собственности особенно заметна в странах, где активно осуществлялись приватизационные программы, поскольку концентрация собственности является своего рода реакцией второго этапа на результаты ранних программ приватизации. При этом концентрация собственности в странах ЦВЕ часто превышает уровень, характерный для континентальной Европы.

В-третьих, пока не получил своего однозначного подтверждения широко распространенный среди экономистов тезис о том, что рост концентрации собственности приводит к росту эффективности деятельности предприятия. Исключением является весьма малое число компаний, принадлежащих главным образом иностранным инвесторам (например, в Польше). Впрочем, отсутствие прямой связи между ростом концентрации собственности и эффективностью



может объясняться существованием временного лага между переходом предприятия в руки новых владельцев и ростом эффективности его деятельности.

В-четвертых, одним из следствий использования схем массовой приватизации в странах с переходной экономикой является существование инвестиционных фондов. Изначально предполагалось, что они помогут решить проблемы корпоративного управления одним из двух способов. Либо фонды, выступая от имени огромного числа мелких акционеров (практически всего населения), смогут сосредоточить в своих руках управление и контроль на предприятиях, либо, напротив, фонды быстро продадут свои акции в компаниях, что приведет к концентрации собственности в руках новых владельцев и, в конечном итоге, к решению проблем корпоративного управления. Тем не менее инвестиционные фонды, как правило, не оправдали эти ожидания. С одной стороны, они не имели ни возможностей, ни мотивации к активному участию в корпоративном управлении. Но, с другой стороны, они остались крупнейшими собственниками, активно участвуя в схемах по выведению активов из предприятий (особенно активно этот процесс развивался в Чехии).

В-пятых, среди заметных тенденций трансформации структуры собственности в странах с переходной экономикой можно выделить, помимо вышеупомянутых, также: преобразование ОАО в ООО, де-листинг публичных корпораций и формирование холдинговых компаний на базе бывших приватизационных фондов.

Тенденция, в рамках которой большое число ОАО преобразовывается в ООО и осуществляет де-листинг, развивается параллельно с тенденцией к концентрации собственности. В ходе приватизации в странах ЦВЕ автоматически было создано большое количество акционерных обществ. Но для многих предприятий, учитывая их размер, структуру собственности и организационную модель, форма АО оказалась нерациональной. Соответственно тенденция к де-листингу компаний должна поощряться, особенно если речь идет о мелких и средних предприятиях, не имеющих средств для доступа к внешним источникам капитала.

Наконец, пока отсутствуют признаки явной связи между имеющейся пост-приватизационной структурой собственности и формирующейся в стране



правовой моделью корпоративного управления. Более того, имеются примеры явного противоречия между структурой собственности *de facto* и заимствованными в странах с развитым законодательством правовыми концепциями корпоративного управления.

По всей видимости, это является следствием другого противоречия: с одной стороны, доминирование идеологии “концентрированной собственности” как средства эффективного корпоративного управления и, с другой стороны, объективно распыленная собственность на первом пост-приватизационном этапе. Даже в тех странах, где по итогам массовой приватизации сложилась концентрированная собственность, ее эффект подрывается пока жесткими и нерегулируемыми (в праве) конфликтами интересов, “абсентеизмом” многих даже крупных аутсайдеров в отношении долгосрочного управления корпорацией, сопротивлением менеджеров, представляющих, как правило, всех инсайдеров, слабыми правовыми нормами защиты прав аутсайдеров (крупных и особенно мелких). Возможно, что игнорирование интересов мелких акционеров в большинстве стран есть следствие идеологии концентрированной собственности.<sup>75</sup>

Последние положения свидетельствуют также о том, что пока нет оснований говорить о прямой связи между высококонцентрированной собственностью и эффективностью корпоративного управления. Это означает также и то, что “с первой попытки” в большинстве стран с переходной экономикой поиск “реальных ответственных собственников” не удался.

Очевидно, что во всех странах важнейшим фактором развития корпоративного управления являются национальные исторические традиции и национальная идеология, своеобразный менталитет и взгляды на социально-экономические отношения. Ни в одной из стран с переходной экономикой модель корпоративного управления пока не носит устойчивых черт. Более того, несмотря на признаки концентрации собственности (или, напротив, дисперсии), ни в одной из стран не формируется в явном виде какая-либо из “стандартных” мировых моделей.

---

<sup>75</sup> Точнее было бы сказать, что это даже не идеология в строгом смысле (т.е. воплощаемая в правовых концепциях, постоянной политике государства), а в большей степени “благое





В силу этого трудно однозначно ответить на вопрос о том, какая *модель корпоративного контроля* стала доминирующей в странах с переходной экономикой: англо-саксонская (доминирование рынков капитала) или континентальная (доминирование банков). Рынки капиталов (за исключением разве что Польши) в странах ЦВЕ недостаточно развиты и недостаточно прозрачны для того, чтобы осуществлять эффективное регулирование в этой сфере. С другой стороны, несмотря на то, что в странах с переходной экономикой большую роль играют крупные финансовые институты, это, как правило, инвестиционные фонды, а не банки, которые являются портфельными инвесторами и почти не заинтересованы в активном участии в корпоративном управлении, поэтому говорить о том, что в странах ЦВЕ представлена континентальная модель, также трудно.

В то же время в большинстве стран с переходной экономикой в качестве цели была принята (в том числе в законодательстве) именно континентальная модель. Это связано с необходимостью обеспечения жесткого контроля со стороны собственников (наблюдательного совета) над исполнительными органами компании в условиях, когда влияние внешнего контроля во многих случаях еще не является достаточно эффективным. Кроме того, континентальная модель представляется более приемлемой для стран с переходной экономикой, так как она подразумевает существенную роль стратегических инвесторов, которые, особенно иностранцы, приносят в компанию не только капитал, но также и новую культуру управления, поведения компании в окружающей среде, новые технологии и т.д.

В странах с переходной экономикой представлены обе существующие *структуры органов управления* – одноуровневая и двухуровневая. Часто обе модели встречаются в одной стране.

Очевидно, что одним из главных предварительных условий для надлежащего функционирования наблюдательного совета компании является его способность представлять интересы главных групп акционеров. Тем не менее собственники в странах ЦВЕ в настоящее время обеспечивают полноценный контроль далеко не во всех компаниях. Хотя формально в странах

---

пожелание” и наивное стремление переложить вопросы эффективности на спонтанный процесс



с переходной экономикой наблюдательный совет имеет широкий круг полномочий, особенно связанных с контролем (как гарантия против оппортунизма менеджеров), на практике роль этого органа в системе корпоративного управления, как правило, невелика, а наиболее влиятельным органом в компании является исполнительный совет.

Функции и полномочия совета обычно не описываются в законодательстве в деталях – чтобы обеспечить гибкость в этой сфере. Фактическое функционирование, влияние и эффективность совета зависит больше от качеств его членов и президента или главного исполнительного директора компании. Процесс назначения членов совета в странах с переходной экономикой не всегда учитывает необходимость представления миноритарных акционеров.

Что касается структуры совета в странах с переходной экономикой. То можно указать следующие наиболее общие тенденции:

- состав совета обычно отражает структуру собственности, за исключением государства, которое все еще имеет чрезмерное представительство;

- совет едва ли выполняет функцию независимого контроля за управляющими. Нет никаких установленных законом требований в том, что касается внешних, независимых директоров. Очень часто внешние директора формально существуют, однако фактически они представляют лица, связанные с компанией или контролирующими собственниками;

- некоторые внешние директора назначаются исключительно из политических соображений, и регулярно заменяются после парламентских выборов;

- наблюдается рост разделения функций между председателем наблюдательного совета и исполнительным директором, однако это разделение, по своей природе все еще кажется скорее формальным

- в большинстве советов нет специализированных комитетов.

С точки зрения финансовой системы предприятия важным фактором является *значимость коммерческих банков* в обеспечении деятельности

---

концентрации.



промышленных корпораций. Одной из особенностей многих стран с переходной экономикой, тем не менее, является очень скромная роль банков. При этом общее влияние банков на компании гораздо сильнее, чем об этом можно было бы судить, опираясь только на информацию о структуре собственности. Так, банки широко представлены в наблюдательных советах компаний. Они также оказывают сильное влияние на деятельность компаний через такой инструмент как кредиты. В случае возникновения проблем с возвратом кредита банки чаще всего стараются ее решить путем личных переговоров с менеджерами компании либо прибегают к некоторым другим мерам: судебным процессам, отказам в выдаче нового займа и т.п.

В большинстве стран банки (как правило универсальные) были допущены к участию в приватизации и, соответственно, к процедурам корпоративного управления (прямо или через аффилированные структуры). Вместе с тем ни в одной стране (даже в Чехии и Словении, где проблема была наиболее острой) не были одновременно введены законодательные нормы для урегулирования конфликтов интересов, связанных с участием банков в корпорациях. Это наносило ущерб как вкладчикам банков, так и акционерам соответствующих фондов и предприятий.

В данный момент *основные права акционеров* в большинстве стран с переходной экономикой законодательно обеспечены относительно надежно. Тем не менее эта позитивная ситуация сложилась не так давно: в большинстве стран ЦВЕ и СНГ существенные поправки в законодательство были внесены в 2000-2001 годах, во многом в рамках процесса приведения законодательства стран ЦВЕ в соответствие с требованиями ЕС, и касались в основном торговли ценными бумагами. Так, в ряде стран (Чехия, Венгрия, Польша) были ужесточены требования относительно уведомлений, которые обязаны сделать акционеры, величина пакетов которых достигла определенных пороговых значений, либо о приобретении крупного пакета акций (Польша), а также относительно порогов, при достижении которых акционер должен делать публичную оферту по выкупу всех не принадлежащих ему акций. Вводились также поправки (Чехия, Венгрия), дополнительно защищающие права миноритарных акционеров, в том числе в случае реструктуризации компании при слиянии и поглощении. В Литве были приняты поправки, ужесточающие требования к минимальному размеру уставного капитала.



Большинство стран ЦВЕ ввели правило о принудительном предложении по скупке всех акций недавно. На данный момент это правило работает в большинстве стран и, как правило, порог составляет 50%. Тем не менее нередки случаи, когда владелец контрольного пакета, владеющий более 50% и даже более 75% акций, не делает такого предложения. Причина этого заключается в слабом информменте. Кроме того, проблема заключается еще и в том, что закон ряда стран предусматривает многочисленные исключения из этого правила (Эстония, Румыния, Болгария). Можно предположить, что неопределенность законодательства является, по крайней мере отчасти, преднамеренной, поскольку в ином случае большое число компаний было бы вынуждено осуществить де-листинг.

В связи с высокой концентрацией акционерной собственности, ключевой проблемой в странах с переходной экономикой представляется *защита прав миноритарных акционеров*, тем более, что управляющие в этих странах часто совпадают с контролирующими акционерами. В большинстве стран законодательство содержит как систему гарантий от злоупотребления в отношении миноритарных акционеров, так и положения, предназначенные для предотвращения злоупотреблением этими гарантиями. На практике практически во всех странах происходит множество случаев злоупотреблением своими правами как миноритарными, так и крупнейшими акционерами. Это связано с приватизационным «наследием» в структурах собственности, неадекватностью (несбалансированностью) законодательства и слабым правоприменением.

- Главная проблема в сфере защиты прав миноритарных акционеров – размывание их пакетов акций, несмотря на то, что существующее законодательство содержит положения о преимущественных правах на покупку акций. Проблемой является и представительство миноритарных акционеров в органах управления компанией. Они представлены либо недостаточно, либо никак, что может быть результатом как низкой активности самих миноритариев, так и ограничением возможностей доступа к процессу управления. Миноритарные акционеры также мало вовлечены в обсуждение стратегии развития компании во время годовых собраний акционеров. Кроме того, некоторые положения законодательства могут ограничивать равноправие акционеров в том, что касается их права голоса. Право акционера на получение дивиденда остается также весьма теоретическим, поскольку огромное



количество крупных и даже имеющих листинг на бирже компаний за последние несколько лет не распределяли дивиденды. Еще одной важной проблемой является широко распространенная практика вывода активов или прибыли в компании, связанные с контролирующими акционерами, а также сделки, совершенные с использованием инсайдерской информации и с участием заинтересованных лиц.

Опыт развитых стран показывает, что права акционеров могут быть адекватно защищены только при соблюдении двух условий: прозрачности деятельности корпораций и эффективном раскрытии информации, а также эффективной работе управляющих корпорацией органов.

В отличие от развитых стран, где раскрытие информации в корпоративной жизни зависит от различных формальных и неформальных правил, в переходной экономике, как правило, *раскрытие информации публичной корпорацией* устанавливается системой формальных норм. Такой подход «сверху-вниз» является типичным феноменом для всех переходных экономик. Сами корпорации, тем не менее, оценивают его как чрезмерное давление на частный сектор со стороны государства, поскольку прозрачность в переходных экономиках пока еще не воспринимается как преимущество с точки зрения имиджа компании.

В странах ЦВЕ регулярно предпринимаются попытки найти адекватные стимулы и меры для того, чтобы компании работали в условиях открытости. Но при этом игнорируется реальная проблема: открытость корпоративной информации характерна для развитых рынков, а недостаточно развитый рынок не поощряет открытости информации. Именно поэтому прозрачность и открытость информации – область, в которой во всех странах с переходной экономикой наблюдается наибольшее несоответствие между требованиями законодательства, которое в большинстве стран оценивается экспертами как в целом дружелюбное по отношению к инвесторам, и реальной практикой.

Одновременно с изменениями в структуре собственности в переходных экономиках происходят изменения и во *внешних механизмах* корпоративного управления.



По мнению экспертов ЕБРР, самым слабым местом в коммерческом законодательстве стран с переходной экономикой является законодательство, посвященное процедуре банкротства.<sup>76</sup> Особенно это касается эффективности применения этого законодательства. Слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывает определенные сомнения и квалификация назначаемых внешних управляющих. Важнейшей задачей для переходных экономик ЦВЕ и СНГ является удаление из законодательства о банкротстве всех препятствий для реализации прав должника и его кредиторов. Наиболее важным фактором здесь является способность суда справиться с многочисленными трудностями, которыми обычно сопровождается процедура банкротства предприятия.

В отношении развития фондового рынка на ранних стадиях переходных процессов страны ЦВЕ и СНГ использовали самую разнообразную политику. В целом, фондовые рынки стран с переходной экономикой остаются достаточно слабо развитыми, с низкой капитализацией и незначительной ликвидностью. Дело в том, что фондовые рынки стран с переходной экономикой были созданы как инструменты приватизации и изначальная торговля на них была связана с перераспределением собственности. Они и сейчас во многом остаются вторичными рынками, исполняющими именно эти функции. Множество сделок во всех странах ЦВЕ и СНГ все еще остаются внебиржевыми, основанных на инсайдерской информации. Регулирование рынка ценных бумаг и защита инвесторов в корпоративном законодательстве сильно отличаются в разных странах, однако можно отметить определенный прогресс после модификации многими странами законодательства, касающегося регулирования публичной торговли ценными бумагами в начале 2000-х гг.

С точки зрения приватизационной модели (которая является отправным пунктом для понимания сдвигов в структуре собственности и формирования модели корпоративного управления в переходной экономике) в России сложилась довольно специфическая ситуация, ибо были объединены несколько возможных подходов: массовая приватизация через ваучеры, модель инсайдеров и стандартные продажи. К положительным отличиям российской

---

<sup>76</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.36.



модели можно отнести отсутствие проблем реституций и “социально-ориентированной” собственности, относительно быстрое “размывание” собственности инсайдеров-работников. Не стал в России базовым конфликт интересов, связанный с участием банков в инвестиционных фондах. Имеются, безусловно, и свои специфические проблемы, связанные с масштабами корпоративного сектора, сохраняющейся долей в нем государства, сильными позициями инсайдеров-менеджеров, высоким монополизмом и тенденциями к созданию финансово-промышленных альянсов и др.

Тем не менее *Россия не стала каким-либо уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики*. Все наиболее характерные тенденции в динамике структуры собственности и становления модели корпоративного контроля и управления в 90-е – начале 2000-х гг. так или иначе характерны и для России. Существует при этом одна общая и вполне тривиальная закономерность: чем раньше страна вступает на путь масштабной и быстрой приватизации, тем раньше она сталкивается и с проблемами корпоративного управления и контроля, тем более развитым к настоящему времени является соответствующее законодательство (в том числе защита прав инвесторов). Россия, на наш взгляд, при всех имеющихся проблемах находится среди первопроходцев, и - на фоне многих других стран с переходной экономикой - прогресс в этой сфере в России значителен.



### **3. Некоторые проблемы регулирования в корпоративном секторе: опыт России 2002-2003 гг.**

#### **3.1. Практика внедрения Кодекса корпоративного поведения и оценка его эффективности (восприимчивость компаний).**

Кодекс корпоративного поведения (далее «Кодекс») был одобрен на заседании Правительства РФ от 28 ноября 2001 года и утвержден Распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 года №421/р «в целях совершенствования управления акционерными обществами, обеспечения прав и законных интересов акционеров, а также обеспечения раскрытия информации».

В Кодексе содержатся рекомендации по основным элементам корпоративного управления. В частности, это рекомендации касательно деятельности общего собрания акционеров, совета директоров, исполнительных органов и корпоративного секретаря общества, рекомендации относительно раскрытия информации об обществе, контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества, определения и порядка выплаты дивидендов, а также урегулирования корпоративных конфликтов.

Следует отметить, что Кодекс содержит множество положений, новых для российского корпоративного управления. В частности, Кодексом введено понятие независимого директора и определены критерии независимости.<sup>77</sup> Также Кодексом рекомендовано, чтобы независимые директора составляли не менее одной четвертой состава совета директоров, при этом в уставе общества рекомендуется предусмотреть, чтобы в совете директоров было не менее трех независимых директоров.

В Кодексе впервые закреплены рекомендации относительно создания комитетов в советах директоров общества.

Кодексом также введено понятие корпоративного секретаря общества, который призван эффективно обеспечивать соблюдение органами и

---

<sup>77</sup> Понятие «независимый директор» введено законом «Об акционерных обществах» для регулирования сделок с заинтересованностью, однако детализация отсутствует.





должностными лицами общества процедур, установленных законодательством, уставом и иными внутренними документами общества.

Кроме того, Кодексом рекомендовано для организации внутреннего контроля в обществе кодексом создать контрольно-ревизионную службу – структурное подразделение общества, отвечающее за проведение ежедневного внутреннего контроля и независимое от исполнительных органов общества.

Что касается практического применения Кодекса, то его эффективность находится в прямой зависимости от правового статуса Кодекса. Кодекс носит рекомендательный характер, при этом в Распоряжении ФКЦБ «О рекомендациях к применению Кодекса корпоративного поведения»<sup>78</sup> *акционерным обществам, созданным на территории РФ*, было рекомендовано следовать положения Кодекса при осуществлении своей деятельности, а также:

- раскрывать в годовом отчете информацию о том, следует ли акционерное общество положениям Кодекса корпоративного поведения;

- предусматривать в годовом отчете акционерного общества, следующего положениям Кодекса корпоративного поведения, раздел "Корпоративное поведение", содержащий информацию о том, каким принципам и рекомендациям Кодекса корпоративного поведения следует акционерное общество, в том числе, о наличии в составе совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества независимых директоров, о комитетах совета директоров (наблюдательного совета), о системе контроля за финансово-хозяйственной деятельностью акционерного общества;

- раскрывать информацию о следовании конкретным положениям Кодекса корпоративного поведения в составе дополнительной существенной общей информации об эмитенте, раскрываемой в ежеквартальном отчете эмитента за четвертый квартал.

При этом акционерное общество может либо следовать непосредственно рекомендациям, либо принять свой собственный Кодекс корпоративного поведения. Также компания может внедрить те или иные рекомендации Кодекса в свои внутренние документы, в этом случае соответствующие рекомендации Кодекса становятся обязательными.



Как показали проведенные исследования, в настоящее время многие компании принимают собственные кодексы корпоративного поведения или аналогичные по содержанию документы. В частности, как показало исследование «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций кодекса корпоративного поведения», проведенное Российским институтом директоров и Ассоциацией менеджеров при поддержке Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг<sup>79</sup>, на вопрос «имеет ли ваша компания собственный кодекс корпоративного поведения или аналогичный по содержанию документ», 18,9% опрошенных респондентов ответило положительно, 35,8% респондентов ответило, что принятие кодекса есть в планах компании, 28,4%, что кодекс находится в процессе разработки, 3,2%, что кодекс находится в процессе утверждения, отрицательно на данный вопрос ответило 3,2% респондентов.

Тем не менее, хотя многие компании и утверждают Кодексы корпоративного поведения, положения, закрепленные в них, часто носят общий и декларативный характер, лишь в немногих компаниях Кодексы являются действительно эффективными документами, которые активно используются в целях улучшения корпоративного управления.

К примеру, как следует из Преамбулы Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России», РАО «ЕЭС России» приняло на себя обязательство следовать в своей деятельности изложенным в Кодексе компании принципам и прилагать все разумные усилия для их соблюдения компанией в своей повседневной деятельности. При этом Кодекс является сводом добровольно принятых на себя обязательств участников корпорации, включая акционеров, членов Совета директоров и Правления РАО «ЕЭС России». Тем не менее многие положения Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России» носят общий характер и из них отнюдь не следует, что компания действительно принимает на себя какие-либо обязательства и что-либо гарантирует. К примеру, как следует из пп. 5.6. указанного Кодекса, «для решения отдельных задач, стоящих перед компанией, Совет директоров РАО

---

<sup>78</sup> Распоряжение ФКЦБ от 4 апреля 2002 года №421/р.

<sup>79</sup> И.В. Беликов, С.Е. Литовченко «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций кодекса корпоративного поведения», опубликовано в сборнике «Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России» под общей редакцией д.э.н. И.В. Костикова, Москва, «Экономика», 2003 год.



«ЕЭС России» может создавать комитеты». Следовательно, создание комитетов является не обязанностью, а правом Совета директоров компании.

Декларативный характер носит и другое положение, закрепленное в названном выше Кодексе, в соответствии с которым «акционеры РАО «ЕЭС России» несут бремя ответственности друг перед другом, перед компанией, иными заинтересованными лицами за долгосрочную стабильность и прибыльность компании. В этой связи, акционеры не должны предпринимать действия, способные подорвать долгосрочную прибыльность компании, не должны оказывать давление на Совет директоров и Правление РАО «ЕЭС России» с тем, чтобы вынудить реализовывать цели таких акционеров за счет других акционеров». В данном случае следует отметить, что закрепление указанного положения в Кодексе корпоративного управления не означает, что все акционеры компании будут ему следовать и не будут предпринимать указанные выше действия.

Тем не менее, если в случае с Кодексом корпоративного управления РАО «ЕЭС России» декларативный характер носят лишь отдельные положения Кодекса, то, к примеру «Декларация принципов корпоративного управления ОАО «Ростелеком»<sup>80</sup> полностью носит общий характер. В ней закреплены лишь основополагающие принципы корпоративного управления.

Несмотря на рекомендательный характер Кодекса, в последнее время были приняты нормативно-правовые акты, обязывающие акционерные общества раскрывать информацию о соблюдении или несоблюдении Кодекса корпоративного поведения.

В частности, в соответствии с Постановлением ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»<sup>81</sup>, в проспекте ценных бумаг должны быть указаны сведения о наличии кодекса корпоративного поведения (управления) эмитента либо иного аналогичного документа и в случае наличия такого документа его копия должна прилагаться к проспекту ценных бумаг. Аналогичная информация, в соответствии с указанным

---

<sup>80</sup> Размещено на web-сайте [www.rostelecom.ru](http://www.rostelecom.ru).

<sup>81</sup> Постановление ФКЦБ от 2 июля 2003 г. N 03-32/пс.



Постановлением ФКЦБ, должна указываться также в ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг.

Кроме того, как следует из Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»<sup>82</sup>, годовой отчет акционерного общества, выносимый на утверждение годового общего собрания акционеров также должен содержать сведения о соблюдении обществом Кодекса корпоративного поведения.

Следует отметить, что впоследствии было принято также другое Постановление ФКЦБ, в соответствии с которым были утверждены состав и форма представления сведений о соблюдении кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ<sup>83</sup>. При этом в соответствии с указанным Постановлением, в годовых отчетах акционерные общества должны раскрывать не только сведения о соблюдении или несоблюдении Кодекса корпоративного поведения, но и информацию о соблюдении конкретных положений Кодекса. Также акционерным обществам рекомендуется указывать раздел устава (наименование и раздел внутреннего документа) акционерного общества, в котором закреплено требование, обеспечивающее соблюдение положения Кодекса корпоративного поведения, а в случае несоблюдения этого положения - описать причины его несоблюдения.

Следует отметить, что, как показывают данные исследования «Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций кодекса корпоративного поведения», годовые отчеты компаний содержат немногим более 50% информации, раскрытия которой требует указанное выше постановление ФКЦБ России. Это свидетельствует о том, что существенных различий с точки зрения содержания годовых отчетов и уровня их соответствия требованиям Постановления ФКЦБ России о структуре годовых отчетов между

---

<sup>82</sup> Постановление ФКЦБ от 31 мая 2002г. №17/пс.

<sup>83</sup> Постановление ФКЦБ «О методических рекомендациях по составу и форме предоставления сведений о соблюдении кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ» от 30 апреля 2003г. №03-049/р.



компаниями, ценные бумаги которых включены в котировальные листы А1, А2 и Б, нет.

Помимо акционерных обществ, Распоряжение ФКЦБ «О рекомендациях к применению Кодекса корпоративного поведения»<sup>84</sup> предусматривало ряд рекомендаций *организаторам торговли на рынке ценных бумаг и фондовым биржам*:

- предусматривать в правилах допуска ценных бумаг к обращению и исключения ценных бумаг из обращения через организатора торговли на рынке ценных бумаг, в качестве одного из условий включения ценных бумаг эмитентов в котировальные листы организатора торговли на рынке ценных бумаг представление эмитентами ценных бумаг организатору торговли на рынке ценных бумаг информации о следовании положениям Кодекса корпоративного поведения;

- раскрывать указанную информацию путем ее размещения на сайте организатора торговли на рынке ценных бумаг в сети Интернет или опубликования в печатных изданиях, или иным образом.

При этом впоследствии ФКЦБ было принято Распоряжение, которым были утверждены методические рекомендации по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения<sup>85</sup>.

В соответствии с указанными Методическими рекомендациями, правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и финансовых инструментов, установленными организаторами торговли, для включения ценных бумаг в котировальные листы "А" первого уровня может быть предусмотрено требование о соблюдении акционерными обществами, являющимися эмитентами таких ценных бумаг, положений Кодекса. В этом случае организатор торговли осуществляет контроль за соблюдением указанного требования. При этом текущий мониторинг соблюдения акционерными обществами положений Кодекса осуществляется организатором

---

<sup>84</sup> Распоряжение ФКЦБ от 4 апреля 2002 года №421/р.

<sup>85</sup> Распоряжение ФКЦБ «Об утверждении методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения» от 18 июня 2003 года №03-1169/р.



торговли не реже одного раза в месяц, а также непосредственно по итогам существенных событий, произошедших в деятельности акционерного общества. При осуществлении текущего мониторинга организатор торговли может использовать сведения, полученные из средств массовой информации, о соблюдении акционерными обществами положений Кодекса. Как следует из указанных Методических рекомендаций, правилами, установленными организатором торговли, определяются:

- перечень конкретных положений Кодекса, за соблюдением которых акционерными обществами организатор торговли осуществляет контроль;
- состав, порядок и сроки представления (раскрытия) акционерными обществами организатору торговли информации, на основании которой организатор торговли осуществляет контроль за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса;
- порядок использования сведений, полученных организатором торговли из средств массовой информации, о соблюдении акционерным обществом положений Кодекса;
- формы документов, которыми оформляются результаты осуществления организатором торговли контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса, порядок и сроки их составления и направления уполномоченным органам и (или) структурным подразделениям организатора торговли;
- действия организатора торговли при выявлении допущенных акционерными обществами нарушений положений Кодекса.

На соответствующие акционерные общества при этом возлагается обязанность по раскрытию организаторам торговли информации о соблюдении положений Кодекса не реже одного раза в месяц, а также по итогам существенных событий, произошедших в деятельности акционерного общества. Указанная информация должна содержать все положения Кодекса, за соблюдением которых организатор торговли осуществляет контроль, и сведения об их соблюдении или несоблюдении.

Информация о результатах осуществления контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса должна раскрываться организатором торговли всем заинтересованным лицам и Федеральной



комиссии по рынку ценных бумаг в порядке, установленном организатором торговли в соответствии с нормативно-правовыми актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Следует отметить, что в настоящее время указанным выше Методическим рекомендациям и рекомендациям, закрепленным в Распоряжении ФКЦБ «О рекомендациях к применению Кодекса корпоративного поведения» последовали многие организаторы торговли. В частности, Биржевым советом Московской Фондовой Биржи 24 сентября 2003 года были утверждены «Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг и иных финансовых инструментов на Московской Фондовой Бирже». В соответствии с указанными Правилами листинга, одним из требований, предъявляемых биржей при включении и поддержании ценных бумаг в котировальных листах «А» первого и второго уровней является предоставление эмитентом бирже информации, раскрываемой эмитентом в соответствии с главой 7 «Кодекса корпоративного поведения эмитента» относительно информационной политики общества<sup>86</sup>. Также 30 января 2003 года вступили в действие новые Правила допуска к обращению ценных бумаг «Некоммерческого партнерства «Фондовая биржа РТС». В соответствии с п. 5.2.6. указанных правил для включения эмиссионных ценных бумаг в любой из Котировальных листов «А» эмитент, в том числе должен представлять документ, подтверждающий соблюдение требований Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России. Подобные положения содержатся и в новых «Правилах листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг на Московской межбанковской валютной бирже», вступивших в действие 1 февраля 2003 года.

Следует отметить, что не во всех указанных выше Правилах листинга четко прописано, в каких случаях эмитент считается соблюдающим или несоблюдающим положения Кодекса корпоративного поведения и в чем должен выражаться контроль биржи за соблюдением положений Кодекса.

---

<sup>86</sup> п. 3.2.1.6 «Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг и иных финансовых инструментов на Московской Фондовой Бирже», web-сайт: [http://www.mse.ru/docs/listing/prav\\_lst.htm](http://www.mse.ru/docs/listing/prav_lst.htm).



В частности, как следует из Правил листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг на Московской межбанковской валютной бирже, в обязанности Биржи в связи с включением и поддержанием ценной бумаги в Котировальном листе входит:

- осуществление контроля за соблюдением эмитентом, ценные бумаги которого включены в котировальный лист ММВБ “А” первого уровня, положений кодекса корпоративного поведения, разработанного в соответствии с рекомендациями ФКЦБ России или положений Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России;

- осуществление контроля за соблюдением эмитентом, ценные бумаги которого включены в котировальный лист ММВБ “А” второго уровня, положений главы 7 Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России;

- осуществление контроля за раскрытием эмитентом, ценные бумаги которого включены в котировальный лист ММВБ “А” первого и второго уровней, информации в соответствии с главой 7 Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России, а также за предоставлением документов, подтверждающих раскрываемую информацию;

- осуществление контроля за предоставлением Заявителем документов, подтверждающих соблюдение эмитентом, ценные бумаги которого включены в котировальный лист ММВБ “А” первого уровня, положений кодекса корпоративного поведения, разработанного в соответствии с рекомендациями ФКЦБ России или положений Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России;

- осуществление контроля за предоставлением Заявителем документов, подтверждающих соблюдение эмитентом, ценные бумаги которого включены в котировальный лист ММВБ “А” второго уровня, требований положений главы 7 Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России для эмитентов.

При этом в обязанности Заявителей в связи с включением и поддержанием соответствующих ценных бумаг в Котировальном листе ММВБ входит предоставление бирже информации, раскрываемой в соответствии с





главой 7 Кодекса корпоративного поведения и предоставление Бирже документов, подтверждающих указанную информацию.

Кроме того, как следует из указанных Правил, для включения и поддержания ценной бумаги в Котировальном листе ММВБ “А” первого уровня Эмитент обязан соблюдать положения кодекса корпоративного поведения, разработанного в соответствии с рекомендациями ФКЦБ России или положения Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России, и предоставлять Бирже документы, подтверждающие соблюдение указанных требований. Для включения и поддержания ценной бумаги в Котировальном листе ММВБ “А” второго уровня Эмитент обязан соблюдать положения главы 7 Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России, и предоставлять Бирже документы, подтверждающие соблюдение эмитентом указанных требований.

При этом в указанных правилах листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг на Московской межбанковской валютной бирже не определен детальный порядок контроля за соблюдением эмитентами положений Кодекса корпоративного поведения. Кроме того, не установлен перечень документов, которые должен предоставить эмитент в подтверждение соблюдения положений Кодекса корпоративного поведения. Аналогичные выводы можно сделать по результатам анализа Правил допуска к обращению ценных бумаг Некоммерческого партнерства «Фондовая биржа РТС»<sup>87</sup>, а также Правил допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и фондовых инструментов Некоммерческого партнерства «Фондовая биржа «Санкт-Петербург»<sup>88</sup>.

Хотя указанные новые правила листинга уже вступили в действие и в соответствии с ними уже было проведено включение в котировальные листы А первого и второго уровня обеих бирж ценных бумаг в общей сложности нескольких десятков компаний, правила листинга этих бирж пока не содержат разъяснения того, что понимается биржами под соблюдением положений

---

<sup>87</sup> Утверждены 24 декабря 2002г. Размещены на web-сайте [www.rts.ru](http://www.rts.ru).

<sup>88</sup> Утверждены Биржевым Советом Некоммерческого партнерства «Фондовая биржа «Санкт-Петербург» 14 августа 2002г., протокол №5 с изменениями, утвержденными Биржевым Советом



Кодекса корпоративного поведения в целом и его главы 7 в частности и какого рода подтверждающие сведения будут требоваться от компаний<sup>89</sup>.

Следует также отметить, что некоторые биржи привели свои правила листинга в соответствие с указанными выше нормативными актами ФКЦБ в части контроля за соблюдением Кодекса корпоративного поведения. В частности, в Правилах листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг и иных финансовых инструментов на Московской Фондовой бирже<sup>90</sup> были включены положения относительно ежемесячного осуществления мониторинга соблюдения эмитентами положений Кодекса корпоративного поведения в зависимости от уровня котировального листа ценных бумаг данного эмитента, а также мониторинга непосредственно по итогам существенных событий, произошедших в деятельности эмитента, что полностью соответствует указанному выше Распоряжению ФКЦБ «Об утверждении методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения». Кроме того, в Правилах листинга МФБ также содержится перечень положений Кодекса корпоративного поведения эмитента, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные листы МФБ, который также полностью повторяет соответствующий перечень, изложенный в указанном выше Распоряжении ФКЦБ. Также в названных Правилах листинга содержится форма документа, подтверждающего соблюдение Кодекса корпоративного поведения.

Хотя, как было указано, выше правилами листинга российских бирж установлено требование к акционерным обществам, ценные бумаги которых включены в котировальные листы категории «А» первого уровня, соблюдать все основные рекомендации Кодекса и раскрывать информацию об этом, а к

---

10 апреля 2003г., протокол №34 и 26 мая 2003 года, протокол №47. Размещены на web-сайте <http://www.spbex.ru/np/trade/docs.stm>.

<sup>89</sup> Исследование «Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций кодекса корпоративного поведения» проведено Российским институтом директоров. Москва, сентябрь 2003 год. Материалы размещены на web-сайте Российского института директоров [www.rid.ru](http://www.rid.ru).

<sup>90</sup> Утверждены Решением Биржевого Совета МФБ 24 сентября 2003г., Протокол №4/2003. Размещены на web-сайте [www.mse.ru](http://www.mse.ru).



акционерным обществам, ценные бумаги которых включены в котировальные листы категории «А» второго уровня соблюдать рекомендации главы 7 Кодекса («Раскрытие информации о деятельности общества») и раскрывать информацию об этом, биржи не стали пока эффективной частью системы мониторинга и контроля практики корпоративного управления в компаниях и ее соответствия рекомендациям Кодекса корпоративного поведения.<sup>91</sup> В процессе исследования не было выявлено зависимости между раскрываемой акционерными обществами информации о практике корпоративного управления, степенью соблюдения рекомендаций Кодекса, с одной стороны, и категорией котировального листа, в котором находятся ценные бумаги соответствующего акционерного общества, а также компаниями, ценные бумаги которых торгуются на биржах без прохождения листинга (внесписочные ценные бумаги). Отсутствие таких различий фактически означает, что данные группы российских компаний не соблюдают правил листинга.

Такая ситуация в большой степени связана с тем, что российские компании пока не видят существенных преимуществ нахождения в листинге А1 и А2, поэтому повышенные требования к этим компаниям с точки зрения соблюдения Кодекса со стороны бирж вызывают у них негативную реакцию. Парадокс заключается в том, что для крупнейших российских компаний и части средних компаний, которые больше всего продвинулись по пути улучшения корпоративного управления, российский фондовый рынок не представляет большого интереса с точки зрения привлечения инвестиций через продажу своих акций – их усилия направлены на выход на зарубежных инвесторов через ведущие западные биржи. Присутствие в листингах российских бирж является для них прежде всего компонентом общей репутации и следствием необходимости соблюдать регулятивные требования. Поэтому российские биржи, в отличие от ведущих западных бирж, по отношению к крупнейшим российским компаниям находятся в позиции слабости и предпринимают шаги по ужесточению правил листинга с очень большой оглядкой. Нормативная база

---

<sup>91</sup> Исследование «Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций кодекса корпоративного поведения» проведено Российским институтом директоров. Москва, сентябрь 2003 год. Материалы размещены на web-сайте Российского института директоров [www.rid.ru](http://www.rid.ru).



мониторинга и контроля со стороны бирж практики корпоративного управления в компаниях, входящих в листинги А1 и А2 пока находится в стадии становления и о какой-то практике ее применения можно будет говорить лишь по завершении ее формирования.

### **3.2. Прозрачность и раскрытие информации: некоторые новации и их эффективность**

В 2002-2003 гг. Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг был принят ряд новых норм по раскрытию информации на рынке ценных бумаг.

Во-первых, 31 мая 2002 года было принято Постановление ФКЦБ, которым было утверждено «Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»<sup>92</sup>. Основной новацией указанного Постановления стало утверждение формализованных требований к содержанию годового отчета акционерных обществ. Следует отметить, что до принятия данного Постановления в законе «Об акционерных обществах» не была четко определена структура и содержание годового отчета. Это приводило к тому, что годовых отчеты многих акционерных обществ представляли собой достаточно формальные документы и содержание их было различным. Необходимо отметить, что еще до утверждения указанного Постановления ФКЦБ рекомендации по содержанию годового отчета акционерного общества были закреплены в Кодексе корпоративного поведения. Тем не менее, строго формализованные требования были впервые установлены только названным Постановлением ФКЦБ.

Впоследствии были приняты также и иные нормативно-правовые акты, установившие новые требования о раскрытии информации акционерными обществами.

Во-вторых, в 2003 году было принято Постановление ФКЦБ, которым было утверждено «Положение о раскрытии информации об аффилированных

---

<sup>92</sup> Постановление ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31 мая 2002г. №17/пс.



лицах акционерных обществ»<sup>93</sup>, заменившее действующий ранее порядок раскрытия информации об аффилированных лицах акционерных обществ, установленный Постановлением ФКЦБ «О порядке ведения учета аффилированных лиц и представления информации об аффилированных лицах акционерных обществ»<sup>94</sup>.

Основными нововведениями указанного нормативного акта является сужение круга акционерных обществ, которые подпадают под требования указанного постановления только открытыми акционерными обществами. При этом требования по раскрытию информации открытыми обществами расширяются. Ранее ежеквартально раскрывали информацию об аффилированных лицах только те открытые акционерные общества, которые осуществили размещение эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки и общества, регистрация выпусков которых осуществляется ФКЦБ России. После принятия нового постановления ФКЦБ России раскрытие списка аффилированных лиц осуществляется всеми открытыми акционерными обществами в течение 45 дней после окончания отчетного квартала<sup>95</sup>. Кроме того, данным Постановлением введены требования по размещению в сети Интернет списка аффилированных лиц, а также изменений, вносимых в данный список. При этом открытые акционерные общества обязаны не только размещать указанную информацию на соответствующем web-сайте, но и в течение 3 дней с даты размещения списка аффилированных лиц извещать регистрирующий орган об этом с указанием адреса страницы в сети Интернет, на которой размещены указанные сведения.

Также в соответствии с новыми требованиями акционерное общество может предоставлять сведения об аффилированных лицах как на бумажном и магнитном носителе, так и в электронном виде. Причем во втором случае документ должен быть подписан электронной цифровой подписью, что

---

<sup>93</sup> Постановление ФКЦБ «О раскрытии информации об аффилированных лицах открытых акционерных обществ» от 1 апреля 2003 года №03-19/пс.

<sup>94</sup> Постановление ФКЦБ от 30 сентября 1999 года №7.

<sup>95</sup> Голикова В., Бурмистрова М. «Обзор тенденций в области корпоративного управления России, настоящие приоритеты и планы на будущее», материалы Круглого стола России по вопросам корпоративного управления. Семинар ОЭСР по вопросам реализации правил раскрытия информации и обеспечению их соблюдения. Москва, 2-3 октября 2003 г.



полностью соответствует положениям закона «Об электронной цифровой подписи» 96.

Тем не менее следует отметить, что принятие указанного Постановления не решило всех проблем в области раскрытия информации об аффилированных лицах открытых акционерных обществ. В частности, список аффилированных лиц открытого акционерного общества должен содержать сведения, которые известны или должны быть известны этому акционерному обществу. Очевидно, что акционерному обществу доступна информация о таких аффилированных лицах, как члены органов управления акционерного общества, владельцы 20 и более процентов голосующих акций общества (если таковые имеются), сведения об управляющей компании (при ее наличии), о дочерних и зависимых компаниях, участниках ФПГ и др. 97

В отношении иных аффилированных лиц следует руководствоваться нормой о том, что «аффилированные лица акционерного общества обязаны в письменной форме уведомить это акционерное общество о принадлежащих им акциях акционерного общества с указанием их количества и категорий (типов) не позднее 10 дней с даты приобретения акций» (статья 93, п. 2 ФЗ «Об акционерных обществах»). Более того, закон определяет ответственность аффилированных лиц за неисполнения этого требования в размере причиненного обществу имущественного ущерба. Правда, если акционер сначала приобрел акции общества, а в последствии стал аффилированным по отношению к обществу лицом, закон не накладывает на такого акционера обязанности информировать общество о возникновении аффилированности. Равно не ясно, как общество узнает о прекращении факта аффилированности. Тем не менее, указанные неясности свидетельствуют о недостатках не только Положения о раскрытии информации об аффилированных лицах акционерных обществ, но и в целом законодательства, регулирующего отношения между аффилированными лицами в принципе и в частности закона «Об акционерных обществах».

---

<sup>96</sup> Федеральный закон от 10 января 2002 года №1-ФЗ.

<sup>97</sup>Вавулин Д.А. Раскрытие информации об аффилированных лицах акционерного общества. Размещено на web-сайте [www.lin.ru](http://www.lin.ru), дата публикации – 07.04.2003.



В-третьих, основой для изменения требований в области раскрытия информации на рынке ценных бумаг стали изменения и дополнения, внесенные в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» 28 декабря 2002 года 98. В частности, в законе были изменены следующие требования предъявляемые к раскрытию информации:

- была введена дифференциация порядка публикации информации о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в случае открытой и закрытой подписки.

- исключено положение, в соответствии с которым регистрация проспекта эмиссии была необходима в случае, когда общий объем эмиссии превышал 50 000 МРОТ (проспект эмиссии должен регистрироваться в двух случаях: при размещении эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки и путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышает 500). Это существенно, так как именно с регистрацией проспекта эмиссии связывается приобретение эмитентом обязанности осуществлять раскрытие информации в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента. В свою очередь, раскрытие информации в форме ежеквартального отчета более актуально для обществ с большим числом акционеров, чем для обществ, объем эмиссии которых превышает 50 000 МРОТ.

- изменены требования к содержанию ежеквартального отчета эмитента: в соответствии со ст. 30, ежеквартальный отчет эмитента теперь должен содержать информацию, состав и объем которой соответствуют требованиям закона «О рынке ценных бумаг», предъявляемым к проспекту эмиссии ценных бумаг, за исключением информации о порядке и условиях размещения эмиссионных ценных бумаг и др<sup>99</sup>.

Впоследствии ФКЦБ был принят ряд нормативно-правовых актов, направленных на реализацию новых норм о раскрытии информации, установленных законом «О рынке ценных бумаг».

---

<sup>98</sup> Федеральный закон «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о внесении дополнений в федеральный закон «О некоммерческих организациях» от 28.12.2002г. №185-ФЗ.



В частности, были приняты новые Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг 100, заменившие действующие ранее Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии 101, Стандарты эмиссии акций, размещаемых при учреждении акционерных обществ и их проспектов эмиссии 102, а также Стандарты эмиссии дополнительных акций, акций, размещаемых путем конвертации облигаций, конвертируемых в дополнительные акции и их проспектов эмиссии 103.

Тем не менее основным документом, которым были введены новые требования в области раскрытия информации на рынке ценных бумаг, является принятое 2 июля 2003 года Постановление ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» 104. Указанное Постановление заменило целый массив актов, регулировавших ранее порядок раскрытия информации на рынке ценных бумаг, а именно:

- Постановление ФКЦБ России от 7 мая 1996 года N 8 "О порядке и объеме информации, которую акционерное общество обязано публиковать в случае публичного размещения им облигаций и иных ценных бумаг";

- Положение о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 20 апреля 1998 года N 9;

- Постановление ФКЦБ России от 11 августа 1998 года N 31 "Об утверждении Положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг";

- Постановление ФКЦБ России от 12 августа 1998 года N 32 "Об утверждении Положения о порядке раскрытия информации о существенных

---

<sup>99</sup> Радьгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. «Особенности формирования национальной модели корпоративного управления», ИЭПП, Москва, май 2003г.

<sup>100</sup> Стандарты утверждены Постановлением ФКЦБ «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов эмиссии ценных бумаг» от 18 июня 2003 года №03-30/пс.

<sup>101</sup> Утверждены Постановлением ФКЦБ РФ от 19 октября 2001г. №27.

<sup>102</sup> Утверждены Постановлением ФКЦБ РФ от 03.07.2002г. №25/пс.

<sup>103</sup> Утверждены Постановлением ФКЦБ РФ от 30.04.2002г. №16/пс.

<sup>104</sup> Постановление ФКЦБ РФ №03-32/пс.





фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг"<sup>105</sup>.

Указанным Постановлением «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», прежде всего, были внесены изменения в критерии, по которым определяется необходимость для компаний раскрывать информацию в форме ежеквартального отчета, сведений о существенных фактах, а также сведения, которые могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг эмитента и другую информацию, раскрытие которой предусмотрено указанным нормативным актом. Так, как следует из Постановления, требования по раскрытию указанной информации распространяются на:

- эмитентов, в отношении ценных бумаг которых осуществлена регистрация хотя бы одного проспекта ценных бумаг;

- эмитентов, государственная регистрация хотя бы одного выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг в случае размещения таких ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышало 500;

- на эмитентов, являющихся акционерными обществами, созданными при приватизации государственных и (или) муниципальных предприятий (их подразделений), в соответствии с планом приватизации, утвержденным в установленном порядке и являвшимся на дату его утверждения проспектом эмиссии акций такого эмитента, если указанный план приватизации предусматривал возможность отчуждения акций эмитента более чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц.

- на эмитентов, ценные бумаги которых обращались на торгах фондовых бирж и/или у иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг на момент вступления в силу Федерального закона от 28.12.2002 N 185-ФЗ "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и о

---

<sup>105</sup> Постановление ФКЦБ «О признании утратившими силу отдельных нормативных правовых актов Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, регулирующих процедуру эмиссии ценных бумаг и порядок раскрытия информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» от 13 августа 2003 года №03-35/пс.



внесении изменений в Федеральный закон "О некоммерческих организациях", в случае если такие ценные бумаги не были исключены из списков ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже и/или у иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Данным Постановлением были введены дополнительные требования по раскрытию информации акционерными обществами. В частности, акционерные общества, обязанные раскрывать информацию в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах обязаны раскрывать сведения о содержании своих уставов и внутренних документов, регулирующих деятельность органов указанных обществ путем опубликования указанных документов на странице в сети Интернет. При этом в случае внесения изменений в указанные документы либо принятия их в новой редакции устав и внутренние документы с внесенными изменениями должны быть опубликованы в сети Интернет не позднее 3-х дней с момента опубликования на сайте сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров.

Следует отметить, что, в соответствии со статьей 14 закона «Об акционерных обществах», изменения и дополнения в устав общества или устав общества в новой редакции приобретают силу для третьих лиц с момента их государственной регистрации. Как следует из статьи 8 закона «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей»<sup>106</sup>, государственная регистрация осуществляется в срок не более чем 5 рабочих дней со дня предоставления документов в регистрирующий орган. Таким образом, из изложенного следует, что предъявление к соответствующим открытым акционерным обществам требования о раскрытии содержания изменений, внесенных в устав (новой редакции) устава до из государственной регистрации является необоснованными, поскольку до момента регистрации такие изменения не создают никаких юридических последствий.

Следует обратить внимание также и на другой момент. Как уже было указано выше, в случае внесения изменений во внутренние документы общества (принятия их в новой редакции) указанные документы с внесенными

---

<sup>106</sup> Федеральный закон от 8 августа 2001 года №129-ФЗ.



изменения подлежат раскрытию в сети Интернет не позднее 3-х дней с момента опубликования в сети Интернет сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров. Как следует из пп.19 п. 1 ст. 48 ФЗ «Об акционерных обществах» к компетенции общего собрания акционеров относится только утверждение внутренних документов общества, регулирующих деятельность органов общества. Утверждение остальных внутренних документов относится уставом общества к компетенции либо совета директоров, либо исполнительных органов общества. Следовательно, внутренние документы общества могут утверждаться как общим собранием акционеров, так и советом директоров и исполнительными органами акционерного общества. Таким образом, если изменения во внутренние документы утверждаются советом директоров или исполнительными органами общества и общее собрание не проводилось, неясным остается вопрос о том в какие сроки они должны размещаться на web-сайте компании.

Также Постановлением введен новый тип сведений, подлежащих раскрытию, а именно сведения, которые могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг эмитента. Всего в Постановлении указано 15 типов таких сведений. При этом они подлежат публикации в ленте новостей не позднее одного дня с момента наступления соответствующего события и на странице в сети Интернет не позднее 3-х дней. Также указанная информация должна направляться в регистрирующий орган в письменной форме в срок не позднее 5 дней с момента наступления соответствующего события.

В частности, подлежат раскрытию сведения об изменении размера доли участия лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента, в том числе управляющей организации или управляющего, в уставном капитале эмитента, а также уставном капитале дочерних и зависимых обществ эмитента, и/или об изменении размера доли принадлежащих указанным лицам обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ.

Следует отметить, что Постановление не содержит четкого указания на то, в каком размере должен измениться размер доли участия названных лиц



и/или размер доли принадлежащих им обыкновенных акций в уставном капитале эмитента и его дочерних и зависимых лиц, чтобы такие сведения подлежали раскрытию в указанном выше порядке.

Следовательно, раскрытию подлежат сведения о любых даже самых малозначительных изменениях. В данном случае не понятна цель раскрытия такой информации, ведь в случае, если доля участия указанных выше лиц в уставном капитале эмитента и его зависимых и дочерних обществ и/или размер доли принадлежащих им обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ изменится, к примеру, на менее чем 1% от уставного капитала или от общего количества обыкновенных акций, такие изменения никак не смогут повлиять на стоимость ценных бумаг эмитента.

Из изложенного следует, что указанные требования по раскрытию информацию о любых даже малозначительных изменениях размера доли участия лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента, в том числе управляющей организации или управляющего, в уставном капитале эмитента, а также уставном капитале дочерних и зависимых обществ эмитента, и/или об изменении размера доли принадлежащих указанным лицам обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ являются необоснованными.

Также, как следует из пп. Н п. 1.14, Постановления, раскрытию подлежат сведения о предъявлении эмитенту, его дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность эмитента, его дочерних и зависимых обществ. При этом в данной норме Постановления не уточняются удовлетворение каких исков может существенным образом повлиять на финансовое положение и хозяйственную деятельность эмитентов, что на практике может привести к тому, что акционерным обществам, для которых обязательно раскрытие данной информации будет обязательно раскрывать информацию обо всех исках, предъявляемых им или их дочерним и зависимым обществам, поскольку в противном случае на должностных лиц соответствующих обществ могут быть наложены административные взыскания



в виде штрафа в размере от 30 до 40 МРОТ, а на общество штраф в размере от 300 до 400 МРОТ<sup>107</sup>. Из изложенного следует, что установление указанного выше требования по раскрытию информации в действующем в настоящее время виде является необоснованным и подлежит изменению. В частности, в целях совершенствования применения указанного требования по раскрытию информации следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к указанным выше обществам, сведения о предъявлении которых подлежат раскрытию в порядке определенном Постановлением.

Следует также отметить, что ФЗ «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о внесении дополнений в федеральный закон «О некоммерческих организациях» был введен институт финансового консультанта. Согласно ст. 22 ФЗ «О рынке ценных бумаг» в случаях публичного размещения и/или публичного обращения эмиссионных ценных бумаг проспект ценных бумаг должен быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг. С установлением данной нормы связано введение в Постановлением ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» процедуры мониторинга раскрытия информации финансовым консультантом на рынке ценных бумаг. Как следует из соответствующих положений указанного Постановления ФКЦБ, в случае подписания финансовым консультантом проспекта ценных бумаг эмитента в подтверждение достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, раскрытие информации этим эмитентом осуществляется с привлечением финансового консультанта для целей мониторинга раскрытия эмитентом информации.

При этом указанные эмитенты обязаны предоставлять финансовому консультанту следующую информацию, раскрываемую эмитентом в соответствии с Положением о раскрытии информации:

копии сообщений, публикуемых эмитентом на этапах эмиссии ценных бумаг;

---

<sup>107</sup> Административная ответственность за нарушение требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации на рынке ценных бумаг установлена ст. 15.19 Кодекса РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года №195-ФЗ.



- копию зарегистрированного проспекта ценных бумаг эмитента;
- копию зарегистрированного отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента;
- копии сообщений о существенных фактах эмитента;
- копии ежеквартальных отчетов эмитента.

До даты подписания финансовым консультантом проспекта ценных бумаг информация, раскрываемая эмитентом на этапах эмиссии ценных бумаг в порядке, установленном Положением о раскрытии информации, предоставляется эмитентом финансовому консультанту после раскрытия такой информации для целей подписания финансовым консультантом проспекта ценных бумаг.

После даты подписания финансовым консультантом проспекта ценных бумаг указанная выше информация, подлежащая раскрытию эмитентом, предоставляется финансовому консультанту до ее раскрытия (опубликования) для проверки соответствия требованиям законодательства Российской Федерации Положения о раскрытии информации. Причем до момента, когда соответствующая информация должна быть раскрыта эмитентом в порядке, предусмотренном настоящим Положением, финансовый консультант не вправе раскрывать полученную от эмитента информацию.

При этом в Положении о раскрытии информации не установлены сроки предоставления эмитентом информации финансовому консультанту, а также порядок ее предоставления. Кроме того, из указанных выше положений следует, что финансовый консультант в данном случае выступает как «инстанция», осуществляющая дополнительную проверку информации, подлежащей раскрытию. Тем не менее, порядок и сроки осуществления такой проверки Положением не установлены.

Также вызывает сомнение необходимость введения дополнительной проверки раскрываемой эмитентом информации, поскольку, как следует из пп. 10 п.1 ст. 42 ФЗ «О рынке ценных бумаг», осуществление контроля за соблюдением эмитентами требований законодательства Российской Федерации



о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, относится к компетенции Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в настоящее время функции по контролю и надзору упраздненной Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам<sup>108</sup>). Кроме того, поскольку проверка соответствия требованиям законодательства раскрываемой эмитентами информации финансовым консультантом, согласно Положению о раскрытии информации, осуществляется на регулярной основе, это требует дополнительных финансовых вложений со стороны эмитентов.

Следует также отметить, что законодательством не установлена ответственность финансовых консультантов за недобросовестное осуществление проверки на предмет соответствия законодательству информации, раскрываемой эмитентом согласно Положению о раскрытии информации.

Из изложенного выше следует, что введение дополнительной проверки информации, раскрываемой эмитентами согласно Положению о раскрытии информации финансовым консультантом на предмет соответствия законодательству является нецелесообразным и необоснованным.

В данном случае следует также обратить внимание на введение дополнительных требований к порядку публикации информации, подлежащей раскрытию. Ранее информация, подлежащая обязательному раскрытию, направлялась в регистрирующий орган, а некоторая информация также публиковалась в «Приложении к Вестнику Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» и в иных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента. При этом в соответствии с новыми требованиями в некоторых случаях информация также подлежит публикации в информационном ресурсе в режиме реального времени, предоставляемом уполномоченными информационными агентствами (АКМ или Интерфакс) и размещению в сети «Интернет» на сайте эмитента либо

---

<sup>108</sup> В соответствии с Указом Президента РФ «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» от 9 марта 2004г. №314.



ином сайте. Введение дополнительных требований к порядку публикации соответствующей информации в ленте новостей информационных агентств является несомненно позитивным с точки зрения инвесторов, поскольку это позволяет получать инвесторам, а также иным заинтересованным лицам полную и регулярную информацию о деятельности эмитентов, а также способствует повышению прозрачности российских компаний.

Хотя, как показывает анализ новых требований в области раскрытия информации на рынке ценных бумаг, *некоторые требования являются излишними и необоснованными, в то же время в данной сфере на лицо определенные пробелы.* В частности, аудиторское заключение в отношении бухгалтерской отчетности эмитентов представляет собой в настоящее время краткий документ, содержащий исключительно самую общую информацию об итоговых выводах аудитора. В данном случае было бы целесообразно перенять опыт США, где проспекты и отчеты сопровождает более полное аудиторское заключение со всеми пометками, касающимися деятельности компании<sup>109</sup>. Причем в этом случае необходимо будет изменить не столько законодательство, регулирующее порядок раскрытия информации на рынке ценных бумаг сколько законодательство, регулирующее порядок осуществления аудиторской деятельности, в частности, Федеральные правила (стандарты) аудиторской деятельности 110, которыми устанавливается форма аудиторских заключений.

Помимо указанных выше нормативно-правовых актов, новые требования по раскрытию информации были также установлены и принятым 26 декабря 2003 года Постановлением ФКЦБ, которым было утверждено Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг 111. Указанным Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг были введены новые требования по раскрытию информации организаторами торговли.

---

<sup>109</sup> «Сегодня вступает в силу постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, существенно расширяющее объем раскрытия информации эмитентами», Коммерсант, 29.03.2004 г. Источник - web-сайт [www.kommersant.ru](http://www.kommersant.ru).

<sup>110</sup> Утверждены Постановлением Правительства РФ от 23 сентября 2002 г. №696 «Об утверждении федеральных правил (стандартов) аудиторской деятельности».





Так, внесены изменения в перечень информации, подлежащей раскрытию организаторами торговли на сайте в сети Интернет. В частности, в соответствии с новыми требованиями организатор торговли также должен раскрывать информацию о составе участников организатора торговли с указанием принадлежащих им долей, а также об изменении состава участников организатора торговли; о судебных спорах фондовой биржи с ее акционерами (членами), а также участниками торгов; о нарушениях, совершенных участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные листы, и принятых к ним дисциплинарным мерам и др.

Также введены дополнительные требования по раскрытию информации о деятельности фондовой биржи по итогам каждого квартала. В частности, установлены требования по раскрытию детальной информации об аудиторе фондовой биржи, в том числе информации о порядке выбора аудитора, о наличии существенных интересов, связывающих аудитора (должностных лиц аудитора) с фондовой биржей (должностными лицами фондовой биржи), о порядке определения размера вознаграждения аудитора, а также информации о наличии отсроченных и просроченных платежей за оказанные аудитором услуги. В целом указанные положения следует оценивать позитивно, поскольку раскрытие информации об аудиторе бирж позволит снизить риск конфликта интересов в процессе проведения аудиторских проверок. Тем не менее, формулировка названных норм может воспрепятствовать их эффективному практическому применению. В частности, как уже было указано выше, раскрытию подлежит информация о наличии существенных интересов, связывающих аудитора (должностных лиц аудитора) с фондовой биржей (должностными лицами фондовой биржи), включая информацию

- о наличии долей участия аудитора (должностных лиц аудитора) в уставном капитале фондовой биржи (участие аудитора (должностных лиц аудитора) в деятельности фондовой биржи – некоммерческого партнерства);

- о представлении заемных средств аудитору (должностным лицам аудитора) фондовой биржей;

---

<sup>111</sup> Постановление ФКЦБ от 26 декабря 2003 года «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» №03-54/пс.



- о наличии тесных деловых взаимоотношений (участие в продвижении услуг фондовой биржи, участие в совместной предпринимательской деятельности и т.д.), а также родственных связей;

- о должностных лицах фондовой биржи, являющихся одновременно должностными лицами аудитора (аудитором).

При этом в указанном Положении о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг не уточняется, каких лиц аудитора и фондовой биржи следует относить к должностным<sup>112</sup>. При этом должностное лицо в данном случае можно рассматривать как в узком, так и в широком смысле. В широком смысле под должностным лицом следует понимать любого работника аудитора или фондовой биржи, занимающего определенную должность, а в узком смысле под должностным лицом понимаются исключительно работники, выполняющие организационно-распорядительные или административно-хозяйственные функции. Причем от толкования понятия должностного лица зависит объем информации об аудиторе фондовой биржи подлежащей раскрытию, а также будет ли считаться аудитор связанным с фондовой биржей.

Также, как было указано выше, раскрытию подлежит информация о наличии долей участия аудитора (должностных лиц аудитора) в уставном капитале фондовой биржи (участие аудитора (должностных лиц аудитора) в деятельности фондовой биржи – некоммерческого партнерства). При этом в Положении о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг не установлено информацию о каких долях участия аудитора в уставном капитале фондовой биржи (в деятельности фондовой биржи – некоммерческого партнерства) следует раскрывать, из чего следует, что раскрытию подлежит информация о самой минимальной доле участия аудитора или должностных лиц аудитора в уставном капитале фондовой биржи. При этом если следовать из буквального толкования указанной выше нормы, даже, если один из сотрудников аудиторской фирмы владеет 0,1% уставного капитала фондовой

---

<sup>112</sup> Следует отметить, что проблема отсутствия определения должностного лица и связанные с ней проблемы правоприменительного характера, характерны не только для рассматриваемого в данном случае Постановления ФКЦБ, но и для многих других нормативно-правовых актов в области корпоративных, а также иных хозяйственно-правовых отношений.



биржи, будет считаться, что у аудитора присутствуют существенные интересы, связывающие его и фондовую биржу, что является не обоснованным.

Помимо указанной выше информации, раскрытию в соответствии с Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг подлежат раскрытию краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления фондовой биржи, сведения о банковских счетах, а также о лицах, подписавших информацию о деятельности биржи; информация о финансово-экономическом состоянии фондовой биржи; подробная информация о фондовой биржи; сведения о финансово-хозяйственной деятельности фондовой биржи; подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления фондовой биржи, органов фондовой биржи по контролю за ее финансово-хозяйственной деятельностью и краткие сведения о сотрудниках (работниках) биржи; сведения об акционерах (членах) фондовой биржи; бухгалтерская отчетность фондовой биржи и иная финансовая информация, а также дополнительные сведения о фондовой биржи, которые включают в себя сведения о размере, структуре уставного капитала фондовой биржи, являющейся акционерным обществом, сведения о формировании и об использовании резервного фонда, а также иных фондов фондовой биржи, о коммерческих организациях, в которых фондовая биржа владеет не менее чем 5% уставного (складочного) капитала (паевого фонда) либо не менее 5% обыкновенных акций, сведения о Биржевом совете (совете секции) фондовой биржи; сведения о кредитных рейтингах фондовой биржи и др.

Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг установлены требования о раскрытии информации о появлении различных фактов в деятельности биржи не позднее 1 дня с момента наступления факта в ленте новостей, не позднее 3-х дней на сайте фондовой биржи в сети Интернет и в периодическом печатном издании не позднее 5 дней с момента наступления соответствующего факта.

При этом должна раскрываться информация о таких фактах как реорганизация фондовой биржи, ее дочерних и зависимых общества, о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов, чистой прибыли или чистых убытков фондовой биржи более чем на 10%; о фактах



разовых сделок фондовой биржи, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10% и более от стоимости активов фондовой биржи по состоянию на дату сделки, о государственной регистрации выпуска фондовой биржей ценных бумаг, а также отчета об итогах выпуска и др.

Следует обратить внимание, что раскрытию в указанном выше порядке подлежит также информация о предъявлении фондовой бирже, ее дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность фондовой биржи, ее дочерних и зависимых обществ. Причем в данном случае также как и в аналогичной норме, закрепленной в Постановлении ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» не уточняется удовлетворение каких исков может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность фондовой биржи, ее дочерних и зависимых обществ, что на практике может привести к тому, что фондовым биржам будет обязательно раскрывать информацию абсолютно обо всех исках, предъявляемых к ним или к их дочерним и зависимым обществам, поскольку в противном случае должностные лица фондовых бирж или сами фондовые биржи будут привлекаться к административной ответственности за нарушение порядка раскрытия информации на рынке ценных бумаг<sup>113</sup>. Из изложенного следует, что установление указанного выше требования по раскрытию информации в действующем в настоящее время виде является необоснованным и подлежит изменению. А именно в целях совершенствования применения указанного требования по раскрытию информации следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к фондовым биржам, а также их дочерним и/или зависимым обществам, сведения о предъявлении которых подлежат раскрытию в порядке, предусмотренном Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

---

<sup>113</sup>Административная ответственность за нарушение требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации на рынке ценных бумаг установлена ст. 15.19 Кодекса РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 года №195-ФЗ.



Кроме того, Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг установлены требования о ежедневной публикации результатов торгов на web-сайте организатора торговли в сети Интернет в течение одного часа после окончания торгового дня, а также в печатном издании, издающемся в Российской Федерации тиражом не менее 50 тысяч экземпляров. Следует отметить, что, несмотря на то, что введение требования о ежедневном раскрытии информации о результатах торгов в печатном издании, тираж которого превышает 50 тысяч экземпляров несомненно направлено на повышение прозрачности деятельности организаторов торговли, вызывает сомнение адекватность расходов, необходимых на его реализацию. Ведь ежедневные публикации результатов торгов достаточно дороги и, поскольку организатор торгов ежедневно публикует информацию о результатах торгов на своем web-сайте в сети Интернет, раскрытия информации через Интернет достаточно и не влечет за собой серьезных расходов.

### **3.3. Новые правила деятельности организаторов торговли на рынке ценных бумаг.**

Как было указано выше, 4 марта 2004 года было принято Постановление ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». Помимо некоторых дополнительных требований в области раскрытия информации указанным Положением были введены некоторые новые правила, касающиеся организации торговли на рынке ценных бумаг.

Во-первых, были установлены дополнительные требования, предъявляемые к самим организаторам торговли. Так, согласно Постановлению «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», все торговые площадки фактически разделены на организаторов торговли и организаторов торговли – фондовые биржи. При этом «включение ценных бумаг в котировальные списки, а также оказание услуг, способствующих совершению сделок, исполнение обязательств по которым зависит от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений индексов, рассчитываемых на основании совокупности цен на ценные бумаги



(фондовых индексов), в том числе сделок, предусматривающих исключительно обязанность сторон уплачивать (уплатить) денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги или от изменения значений фондовых индексов (срочных сделок) могут осуществлять только фондовые биржи.

Иными словами, осуществлять листинг и иметь секцию для совершения срочных сделок могут только организаторы торговли, имеющие лицензию фондовой биржи. Как справедливо указывают многие эксперты<sup>114</sup>, указанная норма закона фактически поставила на грань закрытия торговые площадки, не имеющие лицензии фондовой биржи, поскольку в соответствии с Постановлением организаторы торговли должны привести свою деятельность в соответствие с требованиями Постановления, в противном случае их деятельность будет фактически парализована.

Данная норма постановления затрагивает, прежде всего, деятельность ММВБ, у которой отсутствует лицензия фондовой биржи. Как заявил в одном из интервью глава Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) Олег Вьюгин «Сейчас бумаги около 130 эмитентов обращаются только на ММВБ. Если применить действующее положение, то формально после 1 июля ФСФР должна выдать ММВБ предписание и после этого остановить торги по акциям этих эмитентов. Если конечно ММВБ не переведет всех их в дочернюю. Но это технически сложно. Дело здесь не в бирже, если ММВБ не успеет, она не умрет, а эмитенты пострадают»<sup>115</sup>.

Также Постановлением установлены дополнительные требования к органам управления фондовых бирж. В частности, в соответствии с п. 1.5. Постановления фондовая биржа, являющаяся акционерным обществом, должна иметь совет директоров, не менее половины членов которого должны отвечать следующим требованиям:

не являться на момент избрания и в течение 3 лет, предшествующих избранию, должностными лицами или работниками фондовой биржи;

---

<sup>114</sup> С. Козицын «Подарок на прощание. Постановление ФКЦБ ужаснули биржевиков и НАУФОР», «Ведомости», 17 марта 2004г.

<sup>115</sup> А. Беккер «В России много АО, но мало публичных компаний», интервью О. Вьюгина. «Ведомости» от 15 апреля 2004 года.



не являться должностными лицами другого общества, в котором любое из должностных лиц фондовой биржи является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц фондовой биржи;

не являться аффилированными лицами фондовой биржи и ее аффилированных лиц;

не являться сторонами по обязательствам с фондовой биржей, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров фондовой биржи;

не являться представителями государства;

не являться членом совета директоров фондовой биржи более 5 лет.

Указанные требования к членам совета директоров аналогичны требованиям, предъявляемым Кодексом корпоративного поведения к независимому директору, за исключением дополнительного критерия независимости, в соответствии с которым независимый член совета директоров фондовой биржи не должен являться членом совета директоров фондовой биржи более 5 лет.

Следует отметить, что указанное требование о наличии в составе совета директоров фондовой биржи, действующей в форме акционерного общества, не менее половины независимых директоров можно оценить с двух сторон. С одной стороны, ФКЦБ, закрепляя данную норму, пыталось внедрить наилучшую практику корпоративного управления в деятельность фондовых бирж, действующих в форме акционерных обществ, а также привести порядок формирования совета директоров указанных фондовых бирж в соответствие с Кодексом корпоративного поведения в части требования о наличии независимых директоров.

Тем не менее, с другой стороны, введению данного положения была дана отрицательная оценка со стороны инвестиционного сообщества по причине противоречия его действующему законодательству. Действительно, в



соответствии со статьей 53 ФЗ «Об акционерных обществах», акционеры (акционер), являющиеся в совокупности владельцами не менее чем 2% голосующих акций общества, вправе выдвинуть кандидатов в совет директоров для избрания на годовом общем собрании акционеров или внеочередном общем собрании акционеров, если предлагаемая повестка дня внеочередного общего собрания акционеров содержит вопрос об избрании членов совета директоров общества. При этом законом установлен исчерпывающий перечень случаев отказа для включения выдвинутых акционерами кандидатов в список кандидатур для голосования. Совет директоров вправе отказать во включении выдвинутых кандидатур в список кандидатур для голосования по выборам в совет директоров в случае, если:

- акционерами (акционером) не соблюдены сроки выдвижения кандидатов в совет директоров для избрания на общем собрании акционеров, установленные п.1,2 ст. 53 ФЗ «Об акционерных обществах»;

- акционер (акционеры) не являются владельцами 2 и более процентов голосующих акций общества;

- предложение о выдвижении кандидатов в совет директоров не соответствует формальным требованиям, установленным п. 3 и 4 ст. 53 ФЗ «Об акционерных обществах». Иных оснований для отказа советом директоров во включении кандидатов, выдвинутых акционерами, законом не предусмотрено.

Также, ФЗ «Об акционерных обществах» (п. 2 ст. 66) предусмотрено следующие требования к «качественному» составу совета директоров акционерного общества:

- членом совета директоров может быть только физическое лицо;

- член совета директоров общества может не быть акционером общества;

- члены коллегиального исполнительного органа управления общества не могут составлять более  $\frac{1}{4}$  состава совета директоров;

- лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа не может быть одновременно председателем совета директоров.

Иных требований к составу совета директоров в законе не содержится.

Таким образом, федеральным законом «Об акционерных обществах» установлено право акционеров выдвигать и избирать в совет директоров лиц,





отвечающих лишь указанным выше требованиям, при этом совет директоров не вправе отказать акционерам во включении выдвинутых ими кандидатур в список для голосования на общем собрании акционеров по причине того, что Постановлением ФКЦБ установлены требования о наличии в составе совета директоров независимых директоров. Кроме того, в ФЗ «Об акционерных обществах» отсутствуют нормы, ограничивающие право акционеров на выдвижение и выборы в состав совета директоров общества директоров, не попадающих под требования Постановления «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». При этом акционеров нельзя принудить выдвинуть и избрать в состав совета директоров кандидатов, которые им, по каким-либо причинам неуютны даже, если это независимые директора, поскольку это будет считаться нарушением прав акционеров.

Из изложенного следует, что в ФЗ «Об акционерных обществах», регулирующем порядок создания и деятельности акционерных обществ и, в том числе порядок образования и деятельности органов управления акционерных обществ, отсутствуют механизмы для реализации требования, установленного Постановлением ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» о том, что половина состава совета директоров фондовой биржи – акционерного общества должна состоять из независимых директоров. Отсутствуют механизмы реализации данной нормы и в самом Постановлении ФКЦБ. Также, по своей сути норма Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» о том, что половина членов совета директоров фондовой биржи должна состоять из независимых директоров противоречит положениям о порядке выдвижения кандидатов в совет директоров и порядке избрания совета директоров, поскольку в самом законе каких-либо подобных ограничений и требований к составу совета директоров не предусмотрено: акционеры в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» вправе избрать совет директоров по своему усмотрению, никто не вправе обязать акционеров избрать в состав совета директоров независимых членов, удовлетворяющих требованиям указанного Постановления ФКЦБ, поскольку помимо указанного



выше федеральный закон в любом случае по юридической силе выше Постановления федерального органа исполнительной власти – ФКЦБ.

Таким образом, указанная выше норма Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» фактически создает условия для нарушения ФЗ «Об акционерных обществах», а также ограничения прав акционеров на выдвижение и избрание в совет директоров членов исключительно по своему усмотрению.

Также Постановлением ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» введено дополнительное требование по структуре совета директоров фондовой биржи. В соответствии с п. 1.7 Постановления в совете директоров фондовой биржи (или ином органе в случае, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством) должен быть создан специальный комитет по аудиту, к функциям которого относятся оценка кандидатов в аудиторы и предоставление результатов такой оценки совету директоров (иному уполномоченному органу) фондовой биржи, рассмотрение заключения аудитора фондовой биржи до его представления высшему органу управления фондовой биржи, а также оценка эффективности действующих на фондовой бирже процедур внутреннего контроля и подготовка предложений по их совершенствованию.

Кроме того, введены дополнительные требования, направленные на предотвращение конфликта интересов руководства биржи и ее работников. Так, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, руководителя контрольного подразделения (контролера) фондовой биржи, и другие работники фондовой биржи не могут быть работниками и (или) участниками профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся участниками торгов на данной и (или) иных фондовых биржах.

Также в соответствии с Постановлением на фондовых биржах должен быть создан новый консультативный орган – биржевой совет, к функциям которого относится предварительное обсуждение проектов различных документов фондовой биржи, заключения отдела по листингу о включении (отказе во включении) ценных бумаг в котировальный список, об исключении их из котировального списка и представление рекомендаций по данным вопросам совету директоров фондовой биржи (или иному уполномоченному



органу, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством). При наличии на фондовой бирже нескольких секций (торговых площадок, подразделений, отделов и т.п.) вместо биржевого совета биржа вправе создать совет для каждой секции. Количественный состав биржевого совета определяется советом директоров (или иным уполномоченным органом, если фондовая биржа является некоммерческим партнерством), но не может быть менее 5 членов. На заседаниях биржевого совета вправе присутствовать представитель, назначаемый Федеральной службой по финансовым рынкам.

Постановлением «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» внесены дополнения в Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации<sup>116</sup>. В частности, в соответствии с дополнениями теперь клиринговая организация, осуществляющая клиринг по сделкам, заключенным на фондовой бирже вправе использовать только централизованный клиринг. Причем в части сделок с ценными бумагами, в том числе с инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, положение об обязательном централизованном клиринге вступает в силу с 1 января 2005 года. Как отмечают многие эксперты, а также руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам, Олег Вьюгин введение централизованного клиринга следует оценивать положительно. Тем не менее, на практике в сроки указанные в Постановлении ФКЦБ, то есть до 1 января 2005 года создать систему централизованного клиринга на фондовых биржах технически сделать невозможно<sup>117</sup>. Так же, как отмечается в экспертном заключении НАУФОР на предмет анализа Постановления «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», реализация вышеуказанного требования в настоящее время затруднительна, поскольку на законодательном уровне не определено даже понятие централизованного клиринга (в частности, не определены порядок и правовые основания его осуществления, а также особенности организации системы управления рисками). Исходя из положений статьи 410 ГК РФ, регулирующей зачет обязательств, клиринговая организация

---

<sup>116</sup> Утверждено Постановлением ФКЦБ «Об утверждении Положения о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» от 14.08.2002г. №32/пс



может осуществлять зачет только тех обязательств, стороной которых является она сама. Какие правовые конструкции должны использоваться для замены в обязательстве участника торгов на клиринговую организацию, как решается вопрос с налогообложением при передаче обязательства, в постановлении не указано. Кроме того, внедрение централизованного клиринга по обязательствам, вытекающим из сделок РЕПО, может привести к существенному росту финансовых издержек контрагентов при заключении таких сделок и общему снижению активности в этом сегменте рынка<sup>118</sup>. Также указанное Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг РФ было дополнено разделом, определяющим особенности осуществления клиринга по срочным сделкам.

Другие изменения в порядок организации торговли на рынке ценных бумаг касаются также других участников рынка ценных бумаг. В частности, Положением установлено, что для поддержания цен на ценные бумаги в течение первого года с момента начала их публичного размещения (обращения) или для поддержания ликвидности ценных бумаг, по которым объем сделок за предшествующий календарный месяц составляет менее 100 млн. рублей, организаторы торговли могут заключать с участниками торгов договоры о выполнении обязательств маркет-мейкера, то есть об одновременной подаче встречных заявок в отношении соответствующих ценных бумаг. При этом новацией является положение, в соответствии с которым услуги маркет-мейкера не могут быть платными. По справедливому мнению многих экспертов, положение, в соответствии с которым организатор торговли не вправе выплачивать участникам торгов вознаграждение за выполнение ими обязанностей маркет-мейкера ставят под угрозу само существование этого института. Ведь без материальной заинтересованности участники торгов, выполняющие функции маркет-мейкера не станут поддерживать котировки многих акций, что ударит по ликвидности рынка<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> А. Беккер «В России много АО, но мало публичных компаний», интервью О. Вьюгина. «Ведомости» от 15 апреля 2004 года.

<sup>118</sup> Заключение НАУФОР размещено на web-сайте [www.naufor.ru](http://www.naufor.ru).

<sup>119</sup> «Подарок на прощание», Ведомости 17 марта 2004г.



Также указанным выше Постановлением ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» были существенно изменены правила допуска ценных бумаг к торгам. В частности, дополнен перечень требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи. Рассмотрим некоторые из них. Так, для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи в совет директоров эмитента должно входить не менее 3-х независимых директоров, а в котировальные списки «Б» не менее 1-го независимого директора, отвечающего следующим требованиям:

не являться на момент избрания и в течение 3 лет, предшествующих избранию, должностными лицами или работниками эмитента;

не являться должностными лицами другого общества, в котором любое из должностных лиц эмитента является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц эмитента;

не являться аффилированными лицами эмитента и ее аффилированных лиц;

не являться сторонами по обязательствам с эмитентом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров эмитента;

не являться представителями государства;

не являться членом совета директоров эмитента более 5 лет.

Указанная норма Постановления, также как и требование о наличии независимых директоров в составе совета директоров фондовой биржи прямо противоречит ФЗ «Об акционерных обществах», поскольку, как уже было указано выше в ФЗ «Об акционерных обществах» отсутствуют нормы, ограничивающих право акционеров на выдвижение и выборы в состав совета директоров общества директоров, не попадающих под требования



Постановления «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». При этом акционеров нельзя принудить выдвинуть и избрать в состав совета директоров кандидатов, которые им по каким-либо причинам неуютны даже, если это независимые директора, поскольку это будет считаться нарушением прав акционеров.

Таким образом, указанная выше норма Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» фактически создает условия для нарушения ФЗ «Об акционерных обществах», а также ограничения прав акционеров на выдвижение и избрание в совет директоров членов исключительно по своему усмотрению<sup>120</sup>.

Для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи в совете директоров соответствующих эмитентов должны быть сформированы комитеты по аудиту, а также по кадрам и вознаграждениям, которые должны состоять исключительно из независимых директоров, а если это невозможно в силу объективных причин – только из независимых и неисполнительных директоров (директоров, не являющихся единоличным исполнительным органом и/или) членами коллегиального исполнительного органа эмитента). Для включения ценных бумаг в котировальные списки «Б» в совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по аудиту, возглавляемый независимым директором, который должен состоять только из неисполнительных директоров.

Одним из условий для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи является то, что соответствующим эмитентом должен быть сформирован коллегиальный исполнительный орган. Следует отметить, что указанное положение Постановлением ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» противоречит нормам ФЗ «Об акционерных обществах». В соответствии со статьей 69 ФЗ «Об акционерных обществах», «руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества или



единоличным исполнительным органом общества и коллегиальным исполнительным органом. Следовательно, в соответствии с законом акционерному обществу предоставляется право по своему усмотрению сформировать коллегиальный исполнительный орган общества, обязательным требованием к структуре органов управления акционерного общества является лишь условие о наличии в структуре управления обществом единоличного исполнительного органа управления. Как уже было указано выше, федеральный закон обладает высшей юридической силой по отношению к Постановлению ФКЦБ. Кроме того, как следует из ФЗ «О рынке ценных бумаг» к компетенции ФКЦБ (в настоящее время ФСФР) не относится установление требований к порядку формирования и составу органов управления акционерных обществ, из чего следует, что указанное выше положение Постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» противоречит нормам ФЗ «Об акционерных обществах» о порядке формирования и деятельности органов управления акционерных обществ.

Как следует из Приложения 1 к Положению о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг дополнительным требованием, соблюдение которого является условием включения ценных бумаг эмитента – акционерного общества в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является требование о том, что сообщение о проведении общего собрания акционеров должно делаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок. Указанное положение противоречит нормам, закрепленным в ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которыми (п. 1 ст.52) сообщение о проведении общего собрания акционеров должно быть сделано не позднее чем за 20 дней, а сообщение о проведении общего собрания акционеров, повестка дня которого содержит вопрос о реорганизации общества, - не позднее чем за 30 дней до даты его проведения. Следовательно, Постановлением ФКЦБ увеличен, установленный законом срок сообщения о проведении общего собрания акционеров, что

---

<sup>120</sup> Обоснование противоречия требований о необходимости наличия в составе совета директоров эмитентов независимых директоров для допуска их ценных бумаг в котировальные листы «А» ФЗ «Об акционерных обществах» в полном объеме приведено выше.



создает коллизию нормативных актов. По нашему мнению, Постановление ФКЦБ в части установления дополнительных требований к сообщению о проведении общего собрания акционеров противоречит ФЗ «Об акционерных обществах».

Вступает в противоречие с положениями ФЗ «Об акционерных обществах» и норма Постановления, в соответствии с которой дополнительным требованием к акционерному обществу для включения его ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является то, что акционерное общество приняло обязательство не освобождать приобретателя от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции (эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции) при приобретении 30 и более процентов обыкновенных акций акционерного общества. При этом, как следует из ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах», уставом общества или решением общего собрания акционеров может быть предусмотрено освобождение от указанной выше обязанности.

#### **3.4. Ставка на советы директоров (независимых директоров) и их реальные правовые возможности**

Ключевым компонентом в системе корпоративного управления являются взаимоотношения между компанией (в лице ее управленческой команды) и ее акционерами. В современных российских условиях данный компонент имеет гораздо большую важность, чем в развитых странах. Это связано с особенностями исторического развития бизнес-среды в России и на Западе.

В развитых странах акционерные общества стали результатом эволюционного развития. Будучи изначально организованными в форме частного (личного, семейного и т.п.) бизнеса, компании постоянно сталкивались с необходимостью привлечения дополнительного капитала для обеспечения роста бизнеса, которая заставляла собственников «делиться» контролем и привлекать новых акционеров: сначала из узкого круга, а затем – на анонимной основе на открытых рынках. Соответственно, система взаимоотношений менеджеров и акционеров также развивалась эволюционно.





В России открытые акционерные общества появились по инициативе сверху, а не стали результатом эволюционного формирования. Поэтому, многие открытые общества, по своей сути, продолжают оставаться закрытыми коллективными предприятиями, а взаимоотношения между менеджерами и новыми акционерами нередко отличаются конфликтностью.

Одной из ключевых проблем в сфере корпоративного управления является осуществление эффективного управления компанией, а также достижение баланса интересов между менеджментом и акционерами компании. По этой причине, взаимоотношения между менеджерами и акционерами (особенно, миноритарными акционерами) выходят на первый план в деле повышения качества корпоративного управления и роста инвестиционной привлекательности компаний.

Ключевым связующим компонентом взаимоотношений акционеров и менеджеров является Совет директоров как орган управления, непосредственно избранный акционерами <sup>121</sup>. Именно Совет директоров, с одной стороны представляет интересы акционеров в процессе осуществления управления компанией, а, с другой стороны непосредственно участвует в управлении акционерным обществом, из чего следует, что одним из основных назначений совета директоров является поддержание баланса между интересами акционеров и менеджментом компании.

Для обеспечения объективности и взвешенности принимаемых Советом директоров решений в мировой практике корпоративного управления получил широкое распространение институт независимых директоров – профессионалов с безупречной репутацией, которые представляют интересы акционеров, не будучи при этом связанными (ни прямо, ни косвенно) с заинтересованными группами. Под заинтересованными группами при этом понимаются такие стороны, которые имеют возможность прямо влиять на деятельность

---

<sup>121</sup> Отчет по результатам исследования «Роль независимых членов совета директоров в управлении российскими предприятиями», проведенного Ассоциацией менеджеров и Ассоциацией по защите прав инвесторов, при поддержке Center for International Private Enterprise и при участии United States Agency for International Development. Размещен на веб-сайте [www.rid.ru](http://www.rid.ru).



предприятия и могут (реально либо гипотетически) иметь интересы, отличные от интересов всего акционерного общества в целом. 122

В России понятие независимого директора соответствующее мировой практике корпоративного управления было впервые введено кодексом корпоративного поведения. При этом законодательное определение независимого директора в российском законодательстве в настоящее время отсутствует.

В законе «Об акционерных обществах» дано определение независимого директора исключительно для целей предотвращения конфликта интересов при совершении сделок с заинтересованностью. В соответствии с п. 3 ст. 83 закона «Об акционерных обществах» независимым директором признается член совета директоров общества, не являющийся и не являвшийся в течение одного года, предшествовавшего принятию решения:

лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа общества, в том числе его управляющим, членом коллегиального исполнительного органа, лицом, занимающим должности в органах управления управляющей организации;

лицом, супруг, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные которого являются лицами, занимающими должности в указанных органах управления общества, управляющей организации общества либо являющимися управляющим общества;

аффилированным лицом общества, за исключением члена совета директоров общества.

В российском Кодексе корпоративного поведения установлены иные требования для признания директора независимым. В соответствии с положениями Кодекса независимыми директорами рекомендуется признавать членов совета директоров:

---

<sup>122</sup> Там же.



(1) не являвшихся в течение последних 3 лет и не являющихся должностными лицами (управляющим) или работниками общества, а также должностными лицами или работниками управляющей организации общества;

(2) не являющихся должностным лицом другого общества, в котором любое из должностных лиц общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

(3) не являющихся аффилированными лицами должностного лица (управляющего) общества (должностного лица управляющей организации общества);

(4) не являющихся аффилированными лицами общества, а также аффилированными лицами таких аффилированных лиц;

(5) не являющихся сторонами по обязательствам с обществом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров;

(6) не являющихся крупным контрагентом общества (таким контрагентом, совокупный объем сделок общества, с которым в течение года составляет 10 и более процентов балансовой стоимости активов общества);

(7) не являющихся представителями государства.

Независимый директор по истечении 7-летнего срока исполнения обязанностей члена совета директоров общества не может рассматриваться как независимый.

Отдельные российские компании последовали рекомендациям Кодекса корпоративного поведения и закрепили в своих кодексах корпоративного поведения положения, касающиеся порядка назначения и требований, предъявляемых к независимым директорам. Тем не менее, в Кодексах корпоративного управления некоторых компаний установлено иное понятие независимого директора, чем в Кодексе корпоративного поведения.

В частности, как следует из Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России», независимый член Совета директоров РАО «ЕЭС России», не должен:



- быть представителем акционера – владельца двух и более процентов голосующих акций общества;

- быть связан с компанией какими-либо отношениями (трудовыми, договорными) кроме как участие в работе Совета директоров и владение акциями компании в количестве, не превышающем 0,5 % голосующих акций;

- оказывать РАО "ЕЭС России" и ее аффилированным лицам правовые, консультационные, или иные платные услуги;

- быть связан с РАО "ЕЭС России" и ее аффилированными лицами трудовыми отношениями в течение 5 лет до момента избрания в Совет директоров РАО "ЕЭС России" и в течение срока исполнения своих полномочий;

быть представителем органов государственной власти.

Следует также отметить, что, хотя в Кодексах некоторых компаний и установлены требования о наличии в составе совета директоров независимых директоров, четко определенных критериев независимости членов совета директоров не установлено. В частности, как следует из Устава корпоративного управления ОАО «Сибнефть»<sup>123</sup>, «независимые директора должны быть независимы от высшего руководства компании и свободны от всякого рода материальных ограничений и условностей, которые могут влиять на независимость их суждения. Независимые Директора должны соответствовать определённому уровню, обладать опытом и знаниями в области глобальных промышленных проблем и международных рынков, в полной мере владеть финансовой и / или другой деловой информацией для того, чтобы иметь возможность внести наибольший вклад в развитие компании». При этом никаких четких критериев независимости в Уставе корпоративного управления ОАО «Сибнефть» не установлено.

В некоторых других случаях критерии независимости в кодексе установлены, но не установлено обязательное количество независимых директоров в составе совета директоров, как, например, в Кодексе корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн», в котором лишь закреплено

---

<sup>123</sup> Утвержден Советом директоров ОАО «Сибнефть» в июле 1998 года. Размещен на web-сайте [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).



общее положение, в соответствии с которым «для обеспечения объективности принимаемых решений и поддержания баланса между интересами различных групп акционеров в состав совета директоров должны входить независимые директора» 124.

Несмотря на указанные недоработки отдельных компаний в отношении положений, определяющих порядок избрания и деятельности независимых директоров, в последнее время в России достаточно активно ведется работа, направленная на практическое применение положений Кодекса, связанных с избранием в состав советов директоров компаний независимых директоров.

Так, в рамках Ассоциации по защите прав инвесторов в настоящее время реализуется программа по выдвижению независимых директоров в советы директоров российских компаний. Следует отметить, что практика выдвижения и избрания независимых директоров впервые была инициирована Ассоциацией по защите прав инвесторов (АПИ) в 1999 году, когда первый представитель, поддержанный голосами портфельных инвесторов, объединенных АПИ, вошел в Совет Директоров РАО ЕЭС. В 2000 г. таких компаний, где были избраны представители инвесторов или независимые директора стало 25, в 2001 – 39, в 2002 – 55.

Сравнительные итоги выборов независимых директоров в 2000, 2001, 2002, 2003 гг. представлены ниже 125:

Год	Кол-во эмитентов, где выбраны НД/представители миноритарных акционеров	Кол-во директоров	Количество эмитентов, где кандидаты не избраны
2000	25	17	12
2001	39	23	17
2002	41126(55)	33	19

<sup>124</sup> Утвержден 10 декабря 2002 года. Размещен на web-сайте [www.arn.ru](http://www.arn.ru).

<sup>125</sup> А. Филатов, исполнительный директор Ассоциации независимых директоров «Независимые директора – часть корпоративного управления (российский опыт)», 06.02.2004 «Журнал для акционеров». Статья размещена на web-сайте [www.cfbe.ru](http://www.cfbe.ru).

<sup>126</sup> С 01 января 2003 г. в результате ликвидации местных компаний связи реальное количество эмитентов, в которых были представители АПИ, сократилось с 55 до 41. Представители АПИ остались только в 3 центрах присоединения.



2003	37	27	8
------	----	----	---

Также с 2001 года действует Ассоциация независимых директоров, в рамках которой реализуется программа «Независимые директора», направленная на развитие и распространение практики работы независимых директоров, в рамках программы:

- проводится разработка комплекса стандартов и регламента работы независимых директоров;
- создаются эффективные механизмы обмена информацией между независимыми директорами и лицами ответственными за их назначение;
- обеспечивается профессиональный рост независимых директоров;
- осуществляется информирование общественности о вопросах корпоративного управления, а также освещение положительной роли и вклада независимых директоров в совершенствование системы корпоративного управления.

При этом, хотя в России в последнее время происходит определенное внедрение института независимых директоров в практику корпоративного управления, роль и влияние независимых директоров на деятельность компании остается незначительным по нижеследующим основаниям.

Во-первых, хотя Кодексом корпоративного поведения рекомендовано предусмотреть в уставах акционерных обществ наличие в составе совета директоров не менее одной четверти независимых директоров или, по крайней мере, 3-х независимых директоров, как в Кодексе корпоративного поведения, так и в Кодексе российских компаний отсутствуют действенные механизмы и процедуры для обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров. Кроме того, если акционерное общество все же включит в устав указанное требование Кодекса, не ясно, каким образом будет обеспечено избрание необходимого количества независимых директоров.

Во-вторых, на практике независимые директора в настоящее время избираются либо по инициативе совета директоров, акционеров либо профессиональных организаций и ассоциаций (при этом формально независимых директоров – членов ассоциаций выдвигают все также акционеры компании, поскольку внесение кандидатур независимых директоров – представителей тех или иных ассоциаций в советы директоров происходит в результате консолидации голосов акционеров), следовательно, независимые директора не являются полностью независимыми и заведомо представляют интересы акционеров причем, как правило, акционеров миноритарных, то есть меньшинства.

Также, как показывает практика, в настоящее время достаточно мало независимых директоров являются независимыми реально и полностью соответствуют критериям независимости, установленным Кодексом корпоративного поведения.

Кроме того, в данном случае важной является и другая проблема – сможет ли директор – независимый от акционеров компании действовать в их интересах, ведь совет директоров, как уже было отмечено выше, является органом управления, избранным акционерами и, следовательно, должен действовать в интересах большинства акционеров.

Следует также отметить, что, как показывает практика, как правило, в советы директоров избираются 1-2 независимых директора. К примеру, как следует из итогов компании по избранию независимых директоров, поддерживаемых Ассоциацией по защите прав инвесторов (АПИ), независимые директора, поддерживаемые Ассоциацией, были избраны в составы советов директоров российских компаний в 2003 году в следующем количестве 127:

№	Эмитент (ОАО)	Количество независимых директоров, поддержанных АПИ
1.	Астраханьэнерго	1
2.	Брянскэнерго	2

<sup>127</sup> Указанная информация размещена на web-сайте [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).



3.	Волгателеком	1
4.	Воткинская ГЭС	1
5.	ГУМ	1
6.	Дальсвязь	1
7.	Калугаэнерго	1
8.	Курганэнерго	1
9.	Пермэнерго	1
10.	Псковэнерго	1
11.	Северо-Западный Телеком	1
12.	Ставропольская ГРЭС	1
13.	Удмуртэнерго	1
14.	Центртелеком	1
15.	Южтелеком	1

Аналогичные выводы можно сделать и из данных Списка независимых членов советов директоров, зафиксированных в ходе исследования «Роль независимых членов совета директоров в управлении российскими предприятиями».

В этом случае закономерным является вопрос – сможет ли один независимый директор, избранный в состав совета директоров той или иной компании эффективно осуществлять свою миссию и, в том числе защищать интересы миноритарных акционеров. Поскольку в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», решения на заседании совета директоров принимаются, как правило, большинством голосов членов совета директоров общества, принимающих участие в заседании, голос независимого директора может стать решающим и важным только в случае, если голоса членов совета директоров по какому-либо вопросу разделяются поровну. При этом голос даже единственного независимого директора в составе совета директоров становится решающим при принятии советом директоров решения об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества поскольку в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» решение по указанному вопросу принимается советом директоров единогласно. В некоторых случаях важное значение имеет голос независимого директора и при принятии советом директоров решения об одобрении сделки, в совершении которой имеется





заинтересованность, поскольку указанное решение принимается большинством директоров, не заинтересованных в совершении такой сделки. Следовательно, фактически у независимых директоров существуют небольшие правовые возможности для реального влияния на деятельность совета директоров. То есть, как справедливо отмечает, заместитель исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов Олег Федоров, гарантированно повлиять на большинство вопросов повестки на уровне голосования независимый директор не может. Единственное, что может сделать директор, это оперативно предоставить информацию акционерам. С помощью независимого директора информация может попасть в обязательную отчетность и стать известна рынку <sup>128</sup>.

Кроме того, эффективная деятельность независимых директоров в российских компаниях осложняется также и тем, что их структура акционерного капитала характеризуется наличием контролирующего акционера и холдинговой структурой управления. <sup>129</sup> В таких компаниях функции независимого директора, скорее всего, могут быть сведены к квалифицированному консультированию и не более того.

### 3.5. Дискуссия о финансовых консультантах

Как уже было указано выше, внесение изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг»<sup>130</sup> от 28.12.2002, а также принятие ряда постановлений Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг повлекло за собой существенное изменение правового поля и условий деятельности на российском рынке ценных бумаг.

Одной из новаций стало введение федеральным законом «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о

---

<sup>128</sup> «И один в поле воин, если он независимый директор». Интервью с заместителем исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов Олег Федоровым, Журнал «Экономика России: XXI век» № 9 2002г.

<sup>129</sup> А. Осипова «Независимый директор – миф или реальность?», «Тор-Manager», март 2003г.

<sup>130</sup> ФЗ от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ.



внесении дополнения в федеральный закон «О некоммерческих организациях»<sup>131</sup> института финансовых консультантов.

В соответствии со ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» финансовый консультант на рынке ценных бумаг – это юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской/дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг. Следует отметить, что институт финансовых консультантов существует и в мировой практике, и его введение в России направлено также на защиту прав инвесторов, ведь целью финансового консультанта является дополнительная проверка достоверности и соответствия законодательству информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, что является несомненно позитивным. Бурные дискуссии в сфере профессиональных участников рынка ценных бумаг вызвало не само появление, а практическое внедрение института финансовых консультантов.

В частности, как было указано выше и следует из ФЗ «О рынке ценных бумаг», главное условие, при котором профессиональный участник рынка ценных бумаг вправе выполнять функции финансового консультанта – наличие у него лицензии на осуществление брокерской/дилерской деятельности, при этом в законе «О рынке ценных бумаг» не установлены дополнительные требования к организациям, осуществляющим брокерскую/дилерскую деятельность, выполнение которых давало бы им право оказывать услуги финансового консультанта. Следовательно, законом прямо установлено, что лицензии на брокерскую/дилерскую деятельность достаточно для оказания услуг по подготовке проспектов ценных бумаг (выполнения функций финансового консультанта). Кроме того, как следует из буквального толкования ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также из главы 2 закона, деятельность финансового консультанта не является профессиональным видом деятельности на рынке ценных бумаг, а лишь видом услуг на рынке ценных бумаг. Тем не менее, из анализа принятых впоследствии ФКЦБ РФ нормативно-правовых актов следует обратный вывод.

---

<sup>131</sup> ФЗ от 28 декабря 2002 года №185-ФЗ.



В частности, как следует из п. 8 Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации 132, лицензионными требованиями и условиями, выполнение которых является обязательным для лицензиата, оказывающего услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг, является:

1) Наличие отдельного структурного подразделения, к исключительным функциям которого относится оказание услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг.

2) Наличие в штате лицензиата, осуществляющего брокерскую и (или) дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг и оказывающего услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг, не менее 2-х специалистов, включая руководителя структурного подразделения, к исключительным функциям которого относится оказание услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг и (или) осуществление оценочной деятельности, соответствующих квалификационным требованиям, устанавливаемым ФКЦБ России. При этом указанные сотрудники должны получить квалификационные аттестаты нового типа (тип 7.0).

К профессиональным участникам, намеренным оказывать услуги финансового консультанта ФКЦБ предъявляются и другие требования. В частности, в соответствии с разделом 5 Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности, которым данные правила были дополнены на основании Постановления ФКЦБ «О внесении изменений и дополнений в отдельные нормативные акты Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» от 12 февраля 2003г. №03-11/пс в случае, если профессиональный участник, намерен оказывать услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг он должен представить в ФКЦБ уведомление о соответствии профессионального участника требованиям, необходимым для оказания услуг финансового консультанта. В частности, такое уведомление должно содержать ИНН, ОГРН, место нахождения, номер лицензии на осуществление брокерской и (или)

---

<sup>132</sup> Утверждены Постановлением ФКЦБ «Об утверждении порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» от 15 августа 2000 года №10 (с последними изменениями, внесенными Постановлениями ФКЦБ от 12.02.2003г. №03-11/пс, от 01.04.2003 №03-15/пс и от 26.12.2003 №03-54/пс).



дилерской деятельности, дату выдачи лицензии, срок действия лицензии, размер собственных средств профессионального участника. Также к уведомлению должны быть приложены следующие документы: расчет собственных средств (на дату направления уведомления); бухгалтерский баланс (на дату направления уведомления) (промежуточный); отчет о прибылях и убытках (на дату направления уведомления) (промежуточный); список сотрудников, включая руководителя структурного подразделения, соответствующих квалификационным требованиям, установленным Федеральной комиссией; копии квалификационных аттестатов сотрудников, соответствующих квалификационным требованиям, установленным Федеральной комиссией; перечень мер, направленных на предотвращение неправомерного использования служебной информации при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, предусматривающий меры, направленные на предотвращение неправомерного использования служебной информации при оказании услуг финансового консультанта, утвержденный профессиональным участником; перечень мер, направленных на предотвращение конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, предусматривающий меры, направленные на предотвращение конфликта интересов при оказании услуг финансового консультанта, утвержденный профессиональным участником.

Как уже было указано выше, в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» единственным условием необходимым для оказания услуг финансового консультанта является наличие лицензии на осуществление брокерской/дилерской деятельности, следовательно, указанные выше положения Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг фактически противоречат ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности поскольку устанавливают дополнительные не предусмотренные законом требования к профессиональным участникам на рынке ценных бумаг, оказывающим услуги финансового консультанта.

Кроме того, при установлении данных требований Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг были превышены полномочия, установленные ФЗ «О рынке ценных бумаг». Установление дополнительных



требований к профессиональным участникам на рынке ценных бумаг, оказывающих услуги финансового консультанта, фактически означает установление ограничений на совмещение брокерской/дилерской деятельности с деятельностью финансового консультанта.

Как следует из ст. 10 ФЗ «О рынке ценных бумаг», ограничения на совмещение видов деятельности и операций с ценными бумагами устанавливаются Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. При этом под «видами деятельности» в данном случае понимаются именно виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, исчерпывающий перечень которых установлен ФЗ «О рынке ценных бумаг» и не подлежит расширительному толкованию. Следовательно, поскольку деятельность по оказанию услуг по финансовому консультированию не является профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, ФКЦБ не вправе устанавливать какие-либо ограничения на совмещение брокерской/дилерской деятельности с деятельностью финансового консультанта.

Кроме того, в соответствии со ст. 42 ФЗ «О рынке ценных бумаг», Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг: разрабатывает и утверждает единые требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами; устанавливает порядок лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; приостанавливает или аннулирует указанные лицензии.

Из буквального толкования данного положения следует, что ФКЦБ предоставлено право регулирования именно деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, при этом требования, предъявляемые к таким участникам должны быть едиными для всех профессиональных участников того или иного вида. Следовательно, установление дополнительных требований к профессиональным участникам, осуществляющим брокерскую/дилерскую деятельность и оказывающих услуги в качестве финансовых консультантов, противоречит ФЗ «О рынке ценных бумаг».



В Постановлении «О внесении изменений и дополнений в отдельные нормативные акты федеральной комиссии по рынку ценных бумаг»<sup>133</sup> закреплены перечень требований, направленный на предотвращение конфликта интересов при оказании услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг и услуг по размещению ценных бумаг, а именно:

- Профессиональный участник не может оказывать услуги финансового консультанта эмитенту, который (аффилированные лица которого) имеет обязательства (в т.ч. по кредитам и займам, по счетам, вкладам, по доверительному управлению имуществом) перед указанным профессиональным участником (его аффилированными лицами), не связанные с оказанием данным профессиональным участником услуг финансового консультанта или осуществлением оценочной деятельности.

- Профессиональный участник не вправе оказывать услуги финансового консультанта эмитенту, перед которым (перед аффилированными лицами которого) указанный профессиональный участник или его аффилированные лица имеют обязательства (в т.ч. по кредитам и займам, по счетам, вкладам, по доверительному управлению имуществом), не связанные с оказанием данным профессиональным участником (его аффилированными лицами) услуг финансового консультанта или осуществлением оценочной деятельности.

- Профессиональный участник (его аффилированные лица, за исключением аффилированных лиц, являющихся управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов), оказывающий услуги финансового консультанта, не вправе совершать за свой счет, а также в качестве доверительного управляющего сделки с любыми ценными бумагами эмитента, с которым заключен договор на оказание услуг финансового консультанта, с начала действия такого договора до государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг, предусмотренных договором.

Также Постановлением ФКЦБ «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг»<sup>134</sup>

<sup>133</sup> Постановление ФКЦБ от от 12 февраля 2003г. №03-11/пс.

<sup>134</sup> Постановление ФКЦБ от 23 апреля 2003 года №03-22/пс.



установлены повышенные нормативы собственных средств для профессиональных участников на рынке ценных бумаг, оказывающих услуги финансового консультанта. В частности, для профессионального участника рынка ценных бумаг совмещающего брокерскую и дилерскую деятельность и оказывающего услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг, норматив достаточности собственных средств составляет 35 000 тыс. руб. Тогда как для профессионального участника, осуществляющего только дилерскую деятельность – 500 тыс. руб. и брокерскую деятельность – 5000 тыс. руб.

Как следует из п. 3 ст. 44 ФЗ «О рынке ценных бумаг», ФКЦБ вправе устанавливать обязательные для профессиональных участников рынка ценных бумаг требования и, в том числе нормативы достаточности собственных средств. Тем не менее, как следует из толкования данного положения, а также иных норм закона «О рынке ценных бумаг» такие требования и нормативы должны быть едиными для всех профессиональных участников на рынке ценных бумаг отдельного вида. Следовательно, установление повышенных нормативов достаточности собственных средств для профессиональных участников на рынке ценных бумаг, оказывающих услуги финансового консультанта, противоречит закону «О рынке ценных бумаг».

Из изложенного выше следует, что вопреки положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которыми единственным требованием для оказания услуг финансового консультанта является наличие лицензии на осуществление брокерской/дилерской деятельности, *ФКЦБ в различных нормативно-правовых актах были установлены дополнительные требования к профессиональным участникам, намеренным оказывать услуги финансового консультанта. Установление указанных выше требований (наличие в штате соответствующего профессионального участника сотрудников, имеющих специальный аттестат, создание специального подразделения, уведомление ФКЦБ о намерении осуществлять деятельность в качестве финансового консультанта, а также повышенные нормативы достаточности собственных средств) фактически означает осуществление скрытого лицензирования деятельности финансовых консультантов и введение нового вида профессиональных участников на рынке ценных бумаг, а именно финансовых консультантов, что противоречит закону «О рынке ценных бумаг», которым*



установлен исчерпывающий перечень профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Тем не менее проблема необоснованного и противоречивого правового регулирования является не единственной в данном случае. Более обширную дискуссию среди инвестиционного сообщества вызвала монополизация рынка оказания услуг по финансовому консультированию двумя компаниями – АВК и ФФК, хотя право оказывать услуги финансового консультанта получили 23 компании 135. При этом привлечение названных двух компаний к оказанию услуг финансового консультанта фактически является гарантией регистрацией проспекта ФКЦБ. В случае же привлечения к подготовке проспекта ценных бумаг иных компаний отказ со стороны ФКЦБ в регистрации проспекта ценных бумаг более вероятен. В пример можно привести случай с выпуском облигаций ростовской компанией «Праймери Дон», входящей в холдинг «Донской табак». Первоначально в марте 2003 года организацией займа занималась компания ФК «НИКойл». При этом первоначально ФКЦБ отказалась регистрировать новый выпуск по причине того, что в проспекте не был достаточно четко прописан прогноз развития табачного рынка. Тем не менее, после того, как компания сменила организатора эмиссии на Банк Москвы и привлекла для оказания услуг финансового консультанта компанию АВК (в апреле 2003 года в соответствии с законодательством уже стало необходимо привлечение финансового консультанта к подготовке проспекта ценных бумаг), эмиссия была успешно зарегистрирована 136.

Из изложенного выше следует, что, хотя само введение института финансовых консультантов соответствует мировой практике и является положительным с точки зрения инвесторов, которые получают дополнительные гарантии при покупке тех или иных ценных бумаг, тем не менее, правовое регулирование порядка деятельности финансовых консультантов, осуществленное нормативно-правовыми актами ФКЦБ, а также внедрение его на практике не во всех случаях обоснованно и соответствует действующему законодательству.

---

<sup>135</sup> А. Беккер «В России много АО, но мало публичных компаний», интервью О. Вьюгина. «Ведомости» от 15 апреля 2004 года.

<sup>136</sup> «Долгий путь на рынок», Ведомости от 18.11.2003г.





### 3.6. Дискуссия о мегарегуляторе

Впервые идея мегарегулятора была предложена в конце 1999 г. компанией «Cadogan Financial» в исследовании, проведенном в интересах ФКЦБ. Основными доводами в пользу создания мегарегулятора при этом являлись: преодоление фрагментарности и непоследовательности нормативной базы; рост независимости органов регулирования; рост зарплаты и преодоление недостатка ресурсов в финансовых ведомствах; создание четкой карьерно – иерархической структуры; преодоление фрагментарности и распыленности между ведомствами регулирования финансового рынка. «...Таким путем уже пошли Великобритания, Япония, Корея, Исландия, Люксембург, Австралия, Венгрия. Мегарегулятор осуществляет регулирующие функции в отношении: кредитных организаций; деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; деятельности организаторов торговли; деятельности по управлению коллективными инвестициями; страховой деятельности. В функции такого регулятора не будут входить. Поддержание курса национальной валюты, установление ставки межбанковского кредита, функции, кредитора последней инстанции, эмитента и регулятора государственных ценных бумаг».<sup>137</sup> Косвенно предполагалось, что мегарегулятор будет создан на базе ФКЦБ (в Великобритании - на базе Securities and Investment Board) <sup>138</sup>.

Основная цель создания мегарегулятора при этом заключается в выработке единых правил работы российских финансовых рынков, устранении фрагментарности и противоречивости регулирования финансовых рынков, выработке единой системы контроля, надзора и правоприменения на финансовых рынках, а также устранении противоречий между Центральным банком, Министерством по антимонопольной политике и ФКЦБ и др <sup>139</sup>.

---

<sup>137</sup> Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – р.128-129

<sup>138</sup> Миркин Я. «Мегарегулятор», Рынок ценных бумаг, № 14, 2000 г.

<sup>139</sup> О. Кучерова «Финансистам введут мегаорган», Источник – «ГазетаюRU», 12 ноября 2003 года.



Тем не менее, в настоящее время в России вопрос о создании мегарегулятора не может быть решен однозначно в связи с незрелостью финансового рынка, и возможными отрицательными последствиями внедрения мегарегулирования, среди которых, в том числе, можно выделить потерю компетентности регулирования, ослабление управляемости отдельными рынками и др. Кроме того, осторожно к идее по созданию мегарегулятора следует подходить в связи с тем, что, как показывает анализ практики по введению мегарегулятора, он создается либо на небольших рынках, либо на рынках, где велика доля финансовых конгломератов. В таких странах финансовые институты действуют в рамках группы и их уже невозможно регулировать по отдельности, а в России создание финансовых групп – это лишь единичные случаи, при этом они небольшого размера и рынки по-прежнему являются отдельными, в связи с чем необходимости в комплексном регулировании фактически не возникает<sup>140</sup>.

Следует отметить, что частично идея по созданию мегарегулятора была реализована при создании Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) в процессе административной реформы, осуществляемой в настоящее время. Согласно Указу Президента РФ «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти»<sup>141</sup>, ФСФР были переданы функции по контролю и надзору ФКЦБ, функции по контролю и надзору в сфере финансовых рынков упраздняемого Министерства труда и социального развития РФ и функции по контролю деятельности бирж упраздняемого Министерства Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, а также функции по контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений Министерства финансов Российской Федерации. При этом в соответствии с Постановлением Правительства РФ «Вопросы Федеральной службы по финансовым рынкам»<sup>142</sup> основными функциями ФСФР являются:

---

<sup>140</sup> Мнение Я. Миркина, изложенное в статье «Регулировать бесполезно?», опубликованной в журнале «Эксперт», статья размещена на web-сайте [http://www.bkg.ru/cgi-bin/analytic\\_detail.pl?id=265](http://www.bkg.ru/cgi-bin/analytic_detail.pl?id=265).

<sup>141</sup> Указ Президента РФ от 9 марта 2004 года №314.

<sup>142</sup> Постановление Правительства от 9 апреля 2004г. №206.



- осуществление государственной регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, а также регистрации проспектов ценных бумаг;

- обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации;

- осуществление в рамках установленных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации функций по контролю и надзору в отношении эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций, акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и их саморегулируемых организаций, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, ипотечных агентов, управляющих ипотечным покрытием, специализированных депозитариев ипотечного покрытия, негосударственных пенсионных фондов, Пенсионного фонда Российской Федерации, государственной управляющей компании, а также в отношении товарных бирж.

При этом ФСФР осуществляет:

- обобщение практики применения законодательства Российской Федерации в сфере своей компетенции и внесение в Правительство Российской Федерации предложений о его совершенствовании;

- разработку в установленном порядке проектов законодательных и иных нормативных правовых актов;

организацию исследований по вопросам развития финансовых рынков.

Следовательно, идея мегарегулятора была реализована при создании ФСФР лишь в части осуществления контроля и надзора на финансовом рынке. При этом, как следует из вышеизложенных положений нормативно-правовых актов, ФСФР не наделена одной из основных функций, позволяющих существенно влиять на развитие финансовых рынков, а именно функцией нормотворчества, что связано с концепцией административной реформы, в рамках которой происходит формирование ФСФР, в основе которой лежит разделение правоприменительной и правоустанавливающих функций.



При этом в настоящее время проходит переходный период по формированию ФСФР, в связи с чем оценить насколько эффективно было создание ФСФР можно будет только по прошествии некоторого периода времени функционирования данного органа.

### **3.7. Подходы к обеспечению прозрачности структуры собственности (проблема бенефициарных собственников)**

Вопрос о прозрачности структуры собственности российских компаний, который тесно связан с проблемой бенефициарной собственности. Суть проблемы сформулировал, к примеру, французский премьер-министр Лионель Жоспен, выступая 8 февраля 2002 года в Европарламенте: «Война с отмыванием капитала должна вестись совсем в других масштабах, чем сейчас...Мы по-прежнему видим неизвестно кем созданные фонды, компании, зарегистрированные нерезидентами. И каков бы ни был легальный статус этих фондов и компаний и где бы они ни создавались, всегда цель у них одна – скрыть подлинных владельцев».<sup>143</sup> Растущее внимание правительств ведущих стран мира и международных организаций к проблеме «бенефициарной собственности» связано в первую очередь с такими мотивами, как отмывание доходов, полученных преступным путем, финансирование терроризма, уклонение от налогообложения, коррупция, укрытие своей собственности от кредиторов, сделки со связанными сторонами, вывод активов, манипулирование рынком, инсайдерские сделки, обход антимонопольных требований, укрытие имущества и доходов государственных служащих, враждебные поглощения и др.<sup>144</sup> Очевидно, что среди мотивов могут быть как легальные (увеличение прибыли за счет легальной «оптимизации» налогов), так и выходящие за рамки права (национального и международного).

В условиях современной России одним из доминирующих мотивов бенефициарного собственника при сокрытии информации о реальных

---

<sup>143</sup> Цит. по: Минаев С. Ограничить, ужесточить и запретить. – Коммерсант Власть, 2002, 19 февраля, с. 22.

<sup>144</sup> См., например: Behind the Corporate Veil. Using corporate entities for illicit purposes. Paris, OECD, 2001.



собственников акций той или иной компании является защита активов, приобретенных *относительно недавно и отнюдь не всегда на абсолютно легальных основаниях* (т.е. защита от судебных, политических, криминальных и др. рисков, корпоративного шантажа, угрозы конфискации, признания ничтожности приватизационных сделок и т.п.). Реальный владелец может быть «скрыт» с помощью цепочки оффшорных компаний, трастов и фондов, номинальных держателей и доверительных управляющих, контрактных корпоративных групп и соглашений акционеров и т.п.<sup>145</sup>

Очевидно, что скрытость реальных владельцев, таким образом, обусловлена объективно, и, как показывает практика, даже самые жесткие законы о раскрытии соответствующей информации не будут выполняться без адекватных встречных предпосылок в самих компаниях. Решение возможно только комплексное (помимо созревания объективных экономических предпосылок для раскрытия): адекватные поправки в корпоративное, налоговое, валютное, антимонопольное, банковское законодательство, международное сотрудничество, регулирование оффшоров и др.

В последние годы такие крупнейшие компании как ЮКОС, ЛУКОЙЛ, Вимм-Билль-Данн, АФК «Система», Норильский Никель, Магнитогорский металлургический комбинат, СУАЛ, ОМЗ раскрыли информацию о своих бенефициарных собственниках.

В 2004 году вопрос о раскрытии структуры собственности вынесен на официальный уровень.

Во-первых, по мнению специалистов МАП, в новом законе о конкуренции следует законодательно установить обязательность раскрытия информации о реальных бенефициариях участвующих в сделках оффшорных компаний. Последняя задача также выходит далеко за рамки антимонопольного

---

<sup>145</sup> Конечные (контролирующие) собственники многих российских компаний (групп) неофициально хорошо известны, однако большинство компаний не дает официальных и точных данных о реальной структуре собственности и контроля. В итоге *лишь принято* считать, что, к примеру, владельцем «ЛУКОЙЛа» является В.Алекперов, «Норильского никеля» - В.Потанин и М.Прохоров, УГМК – И.Махмудов, «Сибнефти» - Р.Абрамович (до сделки с «ЮКОС»), СУАЛа – В.Вексельберг, ТНК – М.Фридман, В.Вексельберг и др. (до сделки с ВР), «Сугрутнефтегаз» - В.Богданов, НЛМК – В.Лисин, «Русского алюминия» - Р.Абрамович и О.Дерипаска, «Базового элемента» - О.Дерипаска («Basic Element Holding Ltd.»), ОМЗ – К.Бендукидзе, «Северсталь» - А.Мордашов и т.д. Аналогично обстоит дело с большинством крупнейших частных банков (Альфа-банк, МДМ-банк и др.).



регулирования и требует, помимо введения новых правовых понятий, целого комплекса мер.

Во-вторых, выступая на конференции Американской торговой палаты и Экспертного института РСПП 4 февраля 2004 г., Г.Греф заявил, в частности, что в планах правительства – радикальная реформа антимонопольного законодательства, включая вопросы прозрачности собственности. Правительство, как отметил Г.Греф, в состоянии создать гарантии, чтобы бизнес, по крайней мере основные компании, мог максимально раскрыть структуру собственности. Наличие гарантий государства действительно имеет ключевое значение (особенно в контексте «дела ЮКОС») и требует сложного комплекса мер.

В-третьих, Счетная палата РФ обратилась в Госдуму с просьбой внести в законодательство ограничения для схем перекрестного владения АО-ми (ноябрь 2003). Причина - итоги проверки управления госпакетом ММК в 2000-2002 гг., который контролируется топ-менеджментом через систему перекрестного владения (в ММК указано более 50 компаний-партнеров ММК, аффилированных с менеджерами, включая банки и трансфертные цены). Для государства здесь главное – вопрос налогов и дивидендов по государственным акциям.

В-четвертых, есть новации, связанные с пенсионной реформой (несмотря на ее провал в 2003). Минфин в феврале 2004 г. утвердил порядок раскрытия информации о структуре акционеров управляющих компаний и спецдепозитариев, которые будут участвовать в инвестировании накопительной части пенсионных отчислений. Система мониторинга включает следующие компоненты:

- предоставляются данные о всех участниках с долей в уставном капитале составляет не менее 1 %;
- информация предоставляется до 1 июля года за отчетным;
- информация размещается на сайте Минфина (в течение 10 дней) и передается в Пенсионный фонд.

Можно отметить, тем не менее, и обратные тенденции: в феврале 2004 г. Экспертный Совет ФКЦБ одобрил проект постановления о доверительном управлении («О лицевых счетах доверительного управляющего, осуществляющего только права по ценным бумагам»), согласно которому



доверительное управление смогут осуществлять любые физические лица и компании (в части осуществления прав по ценным бумагам – голосования на собрании и получения дивидендов, без права распоряжения ценными бумагами, т.к. для последнего необходима лицензия). По имеющимся весьма двойственным оценкам, с одной стороны, это удобно и легально для тех, кто переходит на государственную службу. С другой стороны, по оценкам, сокрытие собственности заметно упрощается при передаче акций в управление. Это может привести и к облегченному уходу от претензий судов или правоохранительных органов, так как в реестре будет указана только фамилия управляющего. При этом можно будет легко обходить требования МАП, передавая несколько пакетов одному управляющему.

Как известно, жесткие стандарты финансовой отчетности и аудита в системе корпоративного управления необходимы для портфельных инвесторов-аутсайдеров, т.е. тогда, когда компания рассчитывает на значительный приток средств за счет внешнего акционерного финансирования. Вместе с тем существует немало прикладных причин, объясняющих низкий уровень раскрытия информации и плохое исполнение закона даже при наличии заинтересованности во внешнем акционерном финансировании:

- отсутствие у большинства российских акционерных обществ заинтересованности в привлечении внешних инвесторов;
- отсутствие законодательства в области защиты коммерческой тайны;
- законодательством не правильно проведена граница между публичными и непубличными акционерными обществами.<sup>146</sup>

Естественно, здесь речь идет лишь о целесообразности принудительных (закрепленных законодательно) норм. Ничто не мешает узкому кругу заинтересованных российских компаний использовать международные стандарты отчетности добровольно. Точно также ничто не препятствует этим компаниям приглашать «независимых директоров» и осуществлять иные меры по улучшению корпоративного имиджа.

---

<sup>146</sup> См. Бурмистрова М., Голикова В. Обзор тенденций в области корпоративного управления в России. Круглый стол ОЭСР по вопросам корпоративного управления в России. Москва, 2-3 октября 2003 г.



### 3.8. Некоторые выводы

В последние годы российская система корпоративного права и управления претерпевает определенные изменения. Основой указанных изменений стало внесение изменений в законодательство в области регулирования корпоративных отношений. Указанные изменения коснулись, нескольких сфер корпоративных отношений.

Прежде всего необходимо указать на ряд мер, направленных на *внедрение положений Кодекса корпоративного поведения*. В соответствии с новыми требованиями компании в годовых и ежеквартальных отчетах, а также проспектах ценных бумаг должны раскрывать информацию о соблюдении или несоблюдении положений Кодекса корпоративного поведения. Также было установлено, что правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и финансовых инструментов, установленными организаторами торговли, для включения ценных бумаг в котировальные листы "А" первого уровня может быть предусмотрено требование о соблюдении акционерными обществами, являющимися эмитентами таких ценных бумаг, положений Кодекса корпоративного поведения. При этом, как показала практика, хотя указанные требования и были законодательно закреплены, тем не менее в настоящее время не установлены механизмы реализации данных требований. Кроме того, указанные требования по раскрытию информации о соблюдении положений Кодекса корпоративного поведения достаточно часто соблюдаются исключительно формально, также как и положения кодексов корпоративного поведения/управления многих российских компаний, часто носят формальный

характер и не направлены на действительное улучшение корпоративного управления в той или иной компании. Цель принятия кодексов корпоративного поведения/управления чаще всего состоит в формальном соблюдении требований законодательства и правил листинга организаторов торговли.

Также в последнее время проводится *реформа системы раскрытия информации*. Необходимость изменения системы раскрытия информации эмитентами не вызывает сомнений, однако новые стандарты раскрытия информации не во всех случаях являются обоснованными и целесообразными, в связи с чем некоторые положения нормативно-правовых актов, регулирующих





порядок раскрытия информации акционерными обществами, по нашему мнению, подлежат изменению.

1) Как следует из Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»<sup>147</sup>, акционерные общества, обязанные раскрывать информацию в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах в случае внесения изменений в устав или внутренние документы либо принятия их в новой редакции, обязаны опубликовывать указанные документы с внесенными изменениями в сети Интернет не позднее 3-х дней с момента опубликования на web-сайте сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров. Поскольку изменения, внесенные в устав или внутренние документы акционерного общества, приобретают юридическую силу с момента их государственной регистрации, более целесообразно было бы размещать их в сети Интернет не в течение 3-х дней с момента опубликования на web-сайте сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров, а после государственной регистрации изменений и дополнений, внесенных в устав или внутренние документы, либо названных документов в новой редакции.

2) В соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», внутренние документы общества могут утверждаться как общим собранием акционеров, так и советом директоров и исполнительными органами акционерного общества. Таким образом, если изменения во внутренние документы утверждаются советом директоров или исполнительными органами общества и общее собрание не проводилось, неясным остается вопрос о том, в какие сроки согласно Постановлению ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» они должны размещаться на web-сайте компании, в связи с чем в данном постановлении следует определить в какие сроки подлежат размещению на web-сайте компании в сети Интернет внутренние документы, в которые были внесены изменения, утвержденные иными, нежели общее собрание акционеров органами управления акционерного общества.

3) Подлежит уточнению положение, закрепленное в п.14 Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», в

---

<sup>147</sup> Постановление ФКЦБ РФ от 2 июля 2003 года №03-32/пс.



соответствии с которым подлежат раскрытию сведения об изменении размера доли участия лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента, в том числе управляющей организации или управляющего, в уставном капитале эмитента, а также уставном капитале дочерних и зависимых обществ эмитента, и/или об изменении размера доли принадлежащих указанным лицам обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ. В частности следует четко указать на то насколько должен измениться размер доли участия названных лиц и/или размер доли принадлежащих им обыкновенных акций в уставном капитале эмитента и его дочерних и зависимых лиц, чтобы такие сведения подлежали раскрытию в установленном указанным Постановлением ФКЦБ порядке, поскольку информация об изменении доли указанных лиц в уставном капитале эмитента и его зависимых и дочерних обществ и/или размера доли принадлежащих им обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ, например, на менее чем 1% от уставного капитала или от общего количества обыкновенных акций не смогут оказать существенного влияния на стоимость ценных бумаг эмитента.

4) Необходимо внести дополнения в пп. Н п. 1.14 Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», в соответствии с которым подлежат раскрытию сведения о предъявлении эмитенту его дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность эмитента, его дочерних и зависимых обществ. А именно следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к указанным выше обществам, сведения о предъявлении которых подлежат раскрытию в порядке, определенном Постановлением.

5) Следует исключить из Постановления «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» положения, устанавливающие обязательный мониторинг раскрытия информации эмитентами финансовым консультантом на рынке ценных бумаг в связи с тем, что введение дополнительной проверки информации, раскрываемой эмитентами, согласно



Положению о раскрытии информации, финансовым консультантом на предмет соответствия законодательству является нецелесообразным и необоснованным, поскольку осуществление контроля за соблюдением эмитентами требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, относится к компетенции Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в настоящее время функции по контролю и надзору упраздненной Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам<sup>148</sup>).

6) В целях более эффективного применения норм, установленных в Постановлении ФКЦБ от 26 декабря 2003 года «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»<sup>149</sup> следует определить понятие должностного лица аудитора и фондовой биржи.

7) Следует уточнить, информация о какой конкретно доле участия аудитора (должностных лиц аудитора) в уставном капитале фондовой биржи (участие аудитора (должностных лиц аудитора) в деятельности фондовой биржи – некоммерческого партнерства) подлежит раскрытию в порядке, установленном Постановлением ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

8) Следует уточнить положение, установленное в Постановлении ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», в соответствии с которым подлежит раскрытию информация о предъявлении фондовой бирже, ее дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность фондовой биржи, ее дочерних и зависимых обществ. А именно следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к фондовым биржам, а также их дочерним и/или зависимым обществам, сведения о предъявлении которых, подлежат раскрытию

---

<sup>148</sup> В соответствии с Указом Президента РФ «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» от 9 марта 2004г. №314.

<sup>149</sup> Постановление ФКЦБ от 26 декабря 2003 года «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» №03-54/пс.



в порядке, предусмотренном Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

9) Целесообразно отменить требование, установленное Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг о ежедневном раскрытии информации о результатах торгов в печатном издании, тираж которого превышает 50 тысяч экземпляров, ежедневного раскрытия данной информации через Интернет, по нашему мнению, достаточно и не влечет за собой серьезных расходов.

Одним из направлений реформы корпоративного управления является модификация правил *организации торговли на рынке ценных бумаг*. При этом не все новые требования, установленные в отношении организации торговли на рынке ценных бумаг также являются адекватными и достаточными, а многие из новых положений, установленных законодательством подлежат изменению и дополнению. В частности, в целях совершенствования законодательства в области регулирования деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг следует:

1) Из п. 3.3 Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым организатор торговли не вправе выплачивать участникам торгов вознаграждение за выполнение ими обязательств маркет-мейкера как необоснованное и ставящее под угрозу сам факт существования института маркет-мейкеров.

2) Следует исключить из п. 1.5. Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» положение, в соответствии с которым не менее половины членов совета директоров фондовой биржи, являющейся акционерным обществом должны быть независимыми, а также из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б», требования, в соответствии с которыми для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи в совет директоров эмитента должно входить не менее 3-х независимых директоров, а в котировальные списки «Б» не менее 1-го независимого директора, как противоречащие ФЗ «Об



акционерных обществах» и ограничивающие право акционеров на выдвижение и избрание членов совета директоров исключительно по своему усмотрению.

3) Из Перечня требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А», Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым одним из условий для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи является то, что соответствующим эмитентом должен быть сформирован коллегиальный исполнительный орган, как противоречащее ст. 69 ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которой формирование коллегиального исполнительного органа является правом акционерного общества, а не обязанностью.

4) Из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым одним из условий включения ценных бумаг эмитента – акционерного общества в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является соблюдение требования о том, что сообщение о проведении общего собрания акционеров должно делаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок как вступающее в противоречие с ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которым (п. 1 ст.52) сообщение о проведении общего собрания акционеров должно быть сделано не позднее чем за 20 дней, а сообщение о проведении общего собрания акционеров, повестка дня которого содержит вопрос о реорганизации общества, - не позднее чем за 30 дней до даты его проведения.

5) Из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить норму, в соответствии с которой дополнительным требованием к акционерному обществу для включения его ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является то, что акционерное общество приняло обязательство не освобождать



приобретателя от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции (эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции) при приобретении 30 и более процентов обыкновенных акций акционерного общества как противоречащее ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которой уставом общества или решением общего собрания акционеров может быть предусмотрено освобождение от указанной выше обязанности.

Одним из новых направлений в сфере корпоративного управления в последнее время является *внедрение в российскую корпоративную практику института независимых директоров*. Понятие независимого директора, соответствующее мировой практике корпоративного управления, было введено впервые Кодексом корпоративного поведения. Впоследствии требования о необходимости включения независимых директоров в составы советов директоров акционерных обществ и фондовых бирж были включены также в нормативно-правовые акты, принятые ФКЦБ. При этом в ФЗ «Об акционерных обществах» до сих пор не закреплено понятие независимого директора, аналогичное определению, установленному в Кодексе корпоративного поведения и неясным остается вопрос о необходимости закрепления в законе данного понятия, а также требований о наличии в составе советов директоров российских компаний независимых директоров. Это связано, прежде всего с неразработанностью механизмов обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров, а также с тем, что в настоящее время существуют небольшие правовые возможности для реального влияния независимых директоров на деятельность как совета директоров, так и компании в целом. Тем не менее, на практике, хотя во многих российских компаниях избираются независимые директора, а положения, связанные с избранием независимых директоров также закреплены в кодексах корпоративного управления многих крупных российских компаний, реализуются программы, направленные на избрание независимых директоров в советы директоров российских компаний, институт независимых директоров в настоящее время не получил своего окончательного оформления. В частности, хотя независимые директора и избираются в советы директоров многих компаний, лишь немногие полностью соответствуют требованиям,



предъявляемым к независимым директорам, установленным Кодексом корпоративного поведения. Также, хотя в кодексах корпоративного поведения и иных подобных документах многих российских компаний закреплено понятие независимого директора, указанные положения кодексов остаются формальными, поскольку в них не определены механизмы обеспечения избрания независимых директоров.

Одной из новаций стало введение федеральным законом «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о внесении дополнения в федеральный закон «О некоммерческих организациях» *150 института финансовых консультантов*. Введение института финансовых консультантов было изначально направлено на защиту прав инвесторов, поскольку деятельность финансового консультанта связана с осуществлением дополнительной проверки достоверности и соответствия законодательству информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, что является несомненно позитивным.

Тем не менее правовое регулирование порядка деятельности финансовых консультантов, осуществленное нормативно-правовыми актами ФКЦБ, а также внедрение его на практике не во всех случаях обоснованно и соответствует действующему законодательству. В частности, вопреки ФЗ «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которым единственным требованием для оказания услуг финансового консультанта является наличие лицензии на осуществление брокерской/дилерской деятельности, ФКЦБ в различных нормативно-правовых актах были установлены дополнительные требования к профессиональным участникам, намеренным оказывать услуги финансового консультанта. Установление дополнительных требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, намеренным оказывать услуги по финансовому консультированию (требования о наличии в штате соответствующего профессионального участника сотрудников, имеющих специальный аттестат, создании специального подразделения, уведомлении ФКЦБ о намерении осуществлять деятельность в качестве финансового консультанта, а также установление повышенных нормативов достаточности собственных средств)

---

<sup>150</sup> ФЗ от 28 декабря 2002 года №185-ФЗ.



фактически означает осуществление скрытого лицензирования деятельности финансовых консультантов и введение нового вида профессиональных участников на рынке ценных бумаг, а именно финансовых консультантов, что противоречит закону «О рынке ценных бумаг», которым установлен исчерпывающий перечень профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Также рынок оказания услуг по финансовому консультированию был фактически монополизирован двумя компаниями – АВК и ФФК, хотя право оказывать услуги финансового консультанта получили 23 компании, поскольку привлечение названных двух компаний к оказанию услуг финансового консультанта фактически стало гарантией регистрацией проспекта ФКЦБ.

По нашему мнению, возможным выходом из данной ситуации является не отмена непосредственно института финансовых консультантов, а отмена требований, предъявляемых к финансовым консультантам, установленных нормативно-правовыми актами ФКЦБ и предоставление возможности профессиональным участникам рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на осуществление брокерской/дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывать эмитентам услуги в качестве финансовых консультантов, как это и установлено ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Одним из ключевых вопросов обсуждаемых в настоящее время в связи с реформой корпоративного управления является *вопрос о месте саморегулируемых организаций* в системе регулирования корпоративных отношений.

На данном этапе роль саморегулируемых организаций сводится к ограниченному регулированию деятельности их членов. Одной из причин такого положения дел является недостаточная разработанность законодательной базы деятельности саморегулируемых организаций, и, в частности, отсутствие специального закона, регулирующего их деятельность. Тем не менее, еще до принятия соответствующего закона должна быть разработана единая концепция саморегулирования.

В настоящее время существует две основные концепции саморегулирования и его места в регулировании отношений на финансовых рынках. Первая основана на том, что деятельность саморегулируемых





организаций на финансовом рынке не является достаточно эффективной в связи с тем, что саморегулирование способствует монополизации рынка финансовых услуг, приводит к конфликту интересов и направлено, как правило, на лоббирование и защиту интересов членов саморегулируемых организаций, а, следовательно, делегирование функций по регулированию финансового рынка саморегулируемым организациям не является эффективным. Противоположная позиция заключается в том, что саморегулирование является эффективным механизмом регулирования на финансовом рынке. Необходимость саморегулирования при этом вызвана избыточностью полномочий органов государственной власти, в том числе и по установлению правил и стандартов предпринимательской (профессиональной) деятельности, недостаточной эффективностью и высокими издержками надзора и контроля со стороны органов власти за профессиональной (предпринимательской) деятельностью, необходимостью установления обратной связи между государственными органами и предпринимательским (профессиональным) сообществом<sup>151</sup>. При этом вопросы регулирования должны быть разделены между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями.

По нашему мнению, хотя саморегулируемые организации должны занять место в системе регулирования финансовых рынков, для действительно эффективной деятельности СРО необходимо установить также четкие механизмы ответственности. Особенную важность вопрос об ответственности, а также о страховании профессиональной ответственности приобретет в случае передачи СРО некоторых полномочий по регулированию отношений на финансовом рынке, а также по правоприменению и надзору. Кроме того, нецелесообразным является установление абсолютной независимости СРО от органов государственной власти, и, в частности, по нашему мнению, нецелесообразным является отмена разрешительного порядка создания саморегулируемых организаций как таковых. Нецелесообразным является и разделение саморегулируемых организаций по типам в зависимости от вида их участников, а именно от того лицензируемый или нелицензируемый вид

---

<sup>151</sup> В. Плескачевский, комитет Государственной Думы РФ по собственности «Концепция саморегулирования (общие положения)», 1 декабря 2003 года. Размещена на web-сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).



деятельности осуществляют участники соответствующего СРО, либо в зависимости от того, осуществляется ли доступ субъекта на рынок посредством вступления в СРО, а не посредством лицензирования, поскольку вид деятельности, которую осуществляют участники СРО напрямую не зависит, сможет ли СРО эффективно осуществлять функции по правоустановлению, надзору, контролю и др. Для всех СРО законодательством должны быть установлены одинаковые требования. Непосредственно саморегулируемым организациям следует разработать и принять единые унифицированные стандарты профессиональной деятельности с учетом мнения всех заинтересованных профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>152</sup>. Также членство в саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг должно быть добровольным, поскольку это полностью соответствует не только положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг», но и основному закону РФ – Конституции РФ.

Основная цель *создания мегарегулятора* заключается в выработке единых правил работы российских финансовых рынков, устранении фрагментарности и противоречивости регулирования финансовых рынков, выработке единой системы контроля, надзора и правоприменения на финансовых рынках, а также устранении противоречий между Центральным банком, Министерством по антимонопольной политике и ФКЦБ и другими ведомствами. Тем не менее, в настоящее время в России вопрос о создании мегарегулятора не может быть решен однозначно в связи с незрелостью финансового рынка, возможными отрицательными последствиями внедрения мегарегулирования, среди которых, в том числе, можно выделить потерю компетентности регулирования, ослабление управляемости отдельными рынками и др. Кроме того, к идее по созданию мегарегулятора следует подходить весьма осторожно в связи с тем, что, как показывает анализ практики по введению мегарегулятора, он создается либо на небольших рынках, либо на рынках, где велика доля финансовых конгломератов. В 2004 году идея мегарегулятора была реализована при создании ФСФР лишь в части

---

<sup>152</sup> Абрамов А.Е., Иванов К.В., Лагунов В.Я. «СРО: идеи, практика и предложения», «Право, экономика», апрель 1999 г.



осуществления контроля и надзора на финансовом рынке. При этом, как следует из анализа нормативно-правовых актов, ФСФР не наделена одной из основных функций, позволяющих существенно влиять на развитие финансовых рынков, а именно функцией нормотворчества. В силу происходящего в настоящее время организационного становления ФСФР эффективность создания такой структуры (в том числе в контексте мегарегулирования) можно будет только по прошествии некоторого периода времени.



## **Раздел 4. Анализ изменений структуры собственности и корпоративного управления российских предприятий в 1999-2002 гг.**

В результате приватизации первой половины 90-х гг. сложившаяся структура собственности на российских предприятиях имела несколько специфических черт:

- приватизация носила, в целом, инсайдерский характер, вследствие чего существенная доля собственности оказалась в руках инсайдеров, в том числе рядовых работников предприятий;
- акционерный капитал был довольно сильно распылен между многочисленными собственниками.

Как следствие, уже во второй половине 90-х гг. произошел ряд характерных изменений в структуре собственности российских предприятий. Многочисленные исследования таких изменений выделяли несколько их основных направлений. Во-первых, появилась тенденция к переходу от распыленной собственности к более концентрированной. Во-вторых, наблюдалось уменьшение доли инсайдеров в структуре акционерного капитала. Причем, это сокращение имело место во многом из-за падения доли собственности рядовых работников предприятий, а не из-за сокращения собственности менеджеров. Соответственно, росла доля собственности аутсайдеров (без государства и местных органов власти).

Помимо этих тенденций, обычно отмечается снижение доли государства и местных органов власти в структуре акционерного капитала, а также рост долей некоторых типов аутсайдеров, при неизменности долей прочих.

В данной работе мы пытаемся ответить на вопрос о том, сохранились ли рассмотренные тенденции в более поздний, посткризисный период, или же «типичная» структура собственности в России сложилась уже к 1998 г. Более общий вопрос можно сформулировать следующим образом. Какие изменения в структуре собственности «среднего» российского предприятия происходили после августовского кризиса?



Отметим, что анализ причин и последствий таких изменений выходит за рамки настоящего исследования. Мы лишь пытаемся ответить на вопрос о том, действительно ли в течение рассматриваемого промежутка времени происходили изменения основных характеристик структуры собственности.

Помимо изменений структуры собственности российских предприятий мы попытались проанализировать изменения в структуре корпоративного управления на них, анализируя, в первую очередь, изменения в составе Совета директоров предприятий.

В настоящем разделе проводится анализ изменений структуры собственности и некоторых других институциональных характеристик российских предприятий в период с 1999 г. по 2002 г. Для анализа была использована выборка из предприятий, входящих в панель конъюнктурных опросов ИЭПП и сформированная на основе двух специальных опросов ИЭПП, которые были проведены в начале 2000 и 2003 г. В результате удалось сформировать выборку из 60 предприятий, которые присутствуют в обоих опросах.

### **Общие характеристики выборки**

Наибольшее количество предприятий, представленных в выборке, – 87% предприятий, ответивших на вопрос, – приходится на долю трех отраслей промышленности: машиностроения и металлообработки, легкой промышленности и пищевой промышленности (см. таблицу 4.1), что соответствует структуре панели конъюнктурных опросов ИЭПП, в которой, в основном, представлены предприятия отраслей, ориентированных на производство. Процентное распределение предприятий выборки по отраслям промышленности также практически совпадает с отраслевым распределением предприятий различных опросов, проводимых с использованием панели ИЭПП<sup>153</sup>.

---

<sup>153</sup> См., например, Радыгин, Энтов (2001), Дробышевский, Горшунов и др. (2003)



Таблица 4.1 Распределение предприятий выборки по отраслям промышленности

	Количество ответов	%	% среди ответивших	Накопленный %
Электроэнергетика	1	1.7	1.8	1.8
Химическая и нефтехимическая промышленность	1	1.7	1.8	3.6
Машиностроение и металлообработка	29	48.3	52.7	56.4
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность	1	1.7	1.8	58.2
Промышленность строительных материалов	4	6.7	7.3	65.5
Легкая промышленность	10	16.7	18.2	83.6
Пищевая промышленность	9	15	16.4	100
Нет ответа	5	8.3	8.3	
Всего	60	100	100	

Распределение предприятий по численности занятых в рассматриваемой выборке также не отличается от других выборок, полученных на основе панели ИЭПП154, что видно из таблицы 4.2. 60% выборки – это предприятия с численностью занятых от 201 до 1000 человек, а доля предприятий с численностью от 51 до 2000 человек составляет 90% выборки.

Таблица 4.2 Распределение предприятий выборки по численности занятых в 2002 г. (чел.)

	Количество ответов	%	% среди ответивших	Накопленный %
1-50	1	1.7	1.7	1.7
51-200	7	11.7	11.7	13.3
201-500	21	35.0	35.0	48.3
501-1000	15	25.0	25.0	73.3
1001-2000	11	18.3	18.3	91.7
2001-5000	4	6.7	6.7	98.3
5001-10000	1	1.7	1.7	100
Всего	60	100	100	

<sup>154</sup> Там же



Исходя из результатов, представленных в таблице 2 приложения 4, можно говорить о довольно равномерном, хотя и не полном, и представительном, распределении предприятий выборки по регионам Российской Федерации. В силу малости выборки и «распыленности» предприятий по регионам мы не приводим анализ регионально-отраслевой структуры рассматриваемой выборки.

Средний руководитель предприятия занимает эту должность<sup>155</sup> с 1992 г. для выборки 1999г. и с 1995 г в случае выборки 2002 г. То есть, видимо, можно говорить о том, что на большинстве предприятий выборки после 1999 г. произошла смена директоров.

Среди предприятий выборки более 80% предприятий были приватизированы в 1992-1993 гг., причем почти две трети из них были приватизированы в 1992 г. (см. таблицу 4.3).

Таблица 4.3 Год приватизации предприятия

Год	Количество наблюдений	%	Накопленный %
1992	31	51,7	51,7
1993	18	30	81,7
1994	8	13,3	95
1995	2	3,3	98,3
1996	1	1,7	100
Всего	60	100	

Предварительный анализ структуры собственности предприятий выборки позволяет сделать некоторые предположения относительно изменений, произошедших в распределении акционерного капитала российских предприятий в течение периода с 1999 по 2002 г. Как видно из таблицы 4.4<sup>156</sup>, средняя доля акций, принадлежащих инсайдерам, уменьшилась на 8 процентных пунктов (п.п) или на 21% в 2002 г. по сравнению с 1999 г. При этом можно говорить о том, что это снижение произошло за счет почти двукратного

<sup>155</sup> См. таблицы 1 и 29-30 приложения 4.

<sup>156</sup> Более подробно см. таблицу 1 приложения 4. См. также таблицы 3-18 приложения 4 для получения информации о распределении предприятий выборки по долям в структуре собственности.



сокращения средней доли акций, принадлежащих рядовым работникам предприятий (с 28,4% в 1999 г. до 15,7% в 2002 г.), при одновременном увеличении пакетов акций менеджеров предприятий. Средняя доля последних увеличилась почти в два раза с 9,4 до 17%. Медиана изменилась аналогично среднему значению рассматриваемых показателей: уменьшилась в случае показателей долей акций, принадлежащих всем работникам предприятия и рядовым работникам в отдельности, и увеличилась для показателя доли акций, принадлежащих менеджерам предприятия. Таким образом, можно предположить, что за рассматриваемый трехлетний период произошло, во-первых, перераспределение собственности между различными группами инсайдеров (от рядовых работников к менеджерам), а, во-вторых, переток собственности от инсайдеров к аутсайдерам.

Таблица 4.4 Средние значения и медианы различных групп собственников в структуре акционерного капитала предприятий

	Количество ответов		Среднее значение		Медиана	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Доля (%) акций, принадлежащих всем работникам предприятий	54	52	38,0	30,0	32,5	20
В том числе:						
Доля (%) акций, принадлежащих рядовым работникам	55	43	28,4	15,7	22,5	10
Доля (%) акций, принадлежащих менеджерам	57	42	9,4	17,0	7,5	10
Доля (%) акций, принадлежащих другим российским предприятиям	31	54	20,3	25,2	7,5	18
Доля (%) акций, принадлежащих банкам	31	50	1,1	1,3	0	0
Доля (%) акций, принадлежащих сторонним физическим лицам	43	51	22,2	27,4	20	16
Доля (%) акций, принадлежащих иностранным акционерам	34	51	2,9	1,5	0	0
Доля (%) акций, принадлежащих государству	39	57	11,4	8,2	0	0

Изменения в структуре собственности аутсайдеров произошли практически во всех их группах. Единственным очевидным исключением, пожалуй, является практически не изменившаяся доля акций, принадлежащих





коммерческим банкам: рост средней доли коммерческих банков в собственности российских предприятий за три года составил лишь 0,2 п.п., а в структуре собственности как минимум половины российских предприятий коммерческих банков нет вообще. Что касается всех остальных групп собственников, то можно говорить о почти 20%-ном увеличении средней доли акций, принадлежащей другим российским предприятиям (и почти трехкратном увеличении медианы данного показателя), а также сторонним физическим лицам (при уменьшении значения медианы); о почти двукратном уменьшении средней доли акций, принадлежащих иностранным акционерам, и сокращении средней доли государства на 3,2 п.п. В двух последних случаях минимум на 50% предприятий данные группы собственников не представлены.

Таким образом, можно сделать некоторые предположения о росте средней доли аутсайдеров (без государства), в частности о росте средних долей акций других российских предприятий и сторонних физических лиц. А также выдвинуть гипотезу о сокращении собственности государства и иностранных акционеров.

Кроме того, в полтора раза увеличилось среднее количество акционеров, владеющих пакетом акций свыше 25% (см. таблицы 1, 27-28 приложения 4), так что можно говорить о том, что процесс концентрации собственности продолжается.

В качестве индикатора наличия корпоративного конфликта мы рассматривали индекс интенсивности корпоративного конфликта (ИИКК), методика построения которого подробно описана в наших исследованиях<sup>157</sup>, поэтому мы не будем ее излагать. Отметим лишь, что в данной работе для построения ИИКК мы использовали 4 показателя<sup>158</sup>, которые были доступны нам для обоих лет:

Выплачивались ли АО дивиденды по привилегированным акциям?

Осуществляло ли АО выкуп своих акций?

---

<sup>157</sup> См., например, Дробышевский, Горшунов, Изряднова, и др. (2003); Радыгин, Энтов, Турунцева и др. (2002).

<sup>158</sup> Статистические характеристики рассматриваемых показателей см. в таблицах 1, 19-24 и 31-32 приложения 4.



Осуществляло ли АО продажу (передачу) акций работникам?

Сколько общих собраний акционеров было проведено за последние два (три) года?<sup>159</sup>

– и строили индекс интенсивности корпоративного конфликта на основе имеющихся данных.

В результате можно наблюдать снижение, пусть и незначительное, корпоративного конфликта на предприятиях выборки: если в 1999 г. этот показатель в среднем составлял 0,27, то в 2002 г. он в среднем был равен 0,24. Одновременно произошло снижение медианного и максимального значений индекса интенсивности корпоративного конфликта (см. таблицы 1 и 41-42 приложения 4).

Помимо рассмотренных выше показателей в качестве институциональных характеристик предприятий мы рассматривали параметры, характеризующие структуру Совета директоров: средние значения общего числа членов Совета директоров, долей работников предприятия, представителей частных акционеров и государства в Совете директоров.

Таблица 4.5 Средние значения и медианы различных групп в составе Совета директоров предприятий 160

	Количество ответов		Среднее значение		Медиана	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Общее число членов Совета директоров (чел.)	60	56	7,6	7,6	7	7
Доля (%) работников предприятия в Совете директоров	60	55	57,2	46,6	57,1	42,9
Доля (%) представителей частных акционеров в Совете директоров <sup>161</sup>	57	55	23,2	44,9	14,3	42,9
Доля (%) представителей государства в Совете директоров	58	55	7,3	8,1	0	0

<sup>159</sup> Если количество общих собраний акционеров в 2002 г. было больше пяти, то для таких предприятий вес данного показателя удваивался.

<sup>160</sup> См. также таблицы 1 и 33-40 приложения 4 для получения более детальной информации.

<sup>161</sup> Без учета долей иностранных акционеров



Примечание: при интерпретации данных о динамике доли представителей частных акционеров в совете директоров следует принимать во внимание, что для 1999 года речь идет прежде всего о представителях крупных частных акционеров – как юридических, так и физических лиц (но без учета миноритариев - физических лиц). Данные для 2002 года в силу специфики анкеты обобщают четыре позиции – внешние акционеры-физические лица, российские предприятий, банки и иностранные инвесторы. Доли двух последних категорий являются относительно небольшими, соответственно средние доли первых двух категорий составляют 18,1% и 23,3 %. Таким образом следует иметь ввиду, что при качественной оценке динамики совокупной доли данных категорий в совете директоров необходимо делать поправку на указанное возможное расхождение в формулировке вопросов 1999 и 2002 гг. и их интерпретации респондентами. Наиболее вероятно, что данные за 1999 год являются заниженными, тогда как для 2002 года результат может быть несколько выше (относительно выборки 1999 года по данным позициям).

В таблице 4.5 приведены характеристики структуры «среднего» Совета директоров предприятий выборки и его изменения за три года. В принципе, можно говорить о том, что за рассматриваемый период не произошло изменений в средних показателях общей численности Совета директоров и доли представителей государства в структуре Совета директоров. Первый показатель не изменился вообще, а второй увеличился на 0,8 п.п.

С другой стороны, довольно сильно (около 10 п.п.) снизились доля работников предприятий в Совете директоров, и увеличилась доля представителей частных акционеров.

### ***Основные гипотезы, проверяемы в ходе исследования***

Исходя из результатов предварительного анализа, описанных выше, можно сделать следующие предположения о характере изменений некоторых институциональных характеристик российских предприятий. В первую очередь,



можно предположить следующие *изменения структуры собственности* предприятий:

- Уменьшилась доля инсайдеров в структуре акционерного капитала;
- В том числе, сократилась доля рядовых работников и увеличилась доля менеджеров предприятий в акционерном капитале;
- Доля иностранных акционеров, а также доля государства в структуре акционерного капитала сократилась или не изменилась;
- Доля коммерческих банков не изменилась или увеличилась;
- Увеличились доли акций, принадлежащих другим российским предприятиям и сторонним физическим лицам;
- Произошло увеличение концентрации собственности (увеличилось количество предприятий, имеющих акционеров с пакетом акций свыше 25%).

Относительно *изменений в структуре Совета директоров и в руководстве* предприятиями можно выдвинуть следующие гипотезы:

- После 1999 г. на многих предприятиях произошла смена директоров;
- Численность Советов директоров не изменилась;
- Также не изменилась (или уменьшилась) доля представителей государства в структуре Совета директоров;
- Уменьшилась доля работников предприятий в Совете директоров;
- Увеличилась доля представителей частных акционеров в составе Совета директоров.

Помимо этих гипотез мы предполагаем, что снизился уровень корпоративного конфликта на российских предприятиях, т.е. уменьшился такой его индикатор как индекс интенсивности корпоративного конфликта.

### **Методика статистического анализа**



Выбор методики проведения эмпирического анализа учитывал, с одной стороны, специфику имеющейся в наем распоряжении выборки – данные по одним и тем же предприятиям за разные годы, – а с другой, вопросами, на которые нам было бы интересно ответить. Для того чтобы учесть то обстоятельство, что выборки за 1999 г. и 2002 г. заведомо не являются независимыми, для проверки сформулированных гипотез об изменениях структуры собственности предприятий и их некоторых институциональных характеристик мы использовали стандартные статистические тесты для так называемых «связанных» выборок (related samples).

Для сравнения изменений непрерывных (либо процентных) величин мы использовали тест, позволяющий проверить гипотезу о равенстве средних значений некоторой нормальной генеральной совокупности в различные моменты времени. Опишем его кратко.

Пусть в нашем распоряжении имеются две связанные выборки размерности  $n$  (например, в нашем случае это ответы представителей российских предприятий на одинаковые вопросы в разные моменты времени). Обозначим средние значения конкретного показателя в 1999 г. и 2002 г. как  $m_{1999}$  и  $m_{2002}$ , а их разность

$$d_{1999-2002} = m_{1999} - m_{2002}.$$

Очевидно, чтобы проверить гипотезу об изменении средних значений некоторого показателя, достаточно просто проверить гипотезу о равенстве нулю разности средних значений по годам. В нашем случае более логичной представляется проверка гипотез о том, что среднее значение не увеличивается или не уменьшается, то есть проверка односторонних гипотез. Хотя сразу оговоримся, что для полноты представления информации во всех таблицах мы будем приводить значения тестовых вероятностей для двустороннего случая, поскольку для получения односторонних значений достаточно разделить двустороннее значения вероятности пополам.

Тогда, если обозначить средние значения генеральных совокупностей в 1999 г. и 2002 г. через  $\mu_{1999}$  и  $\mu_{2002}$ , то проверяемая гипотеза о том, что среднее значение показателя в 2002 г. не увеличилось (не уменьшилось) по сравнению с



его значением в 1999 г. и ее односторонняя альтернатива, будут выглядеть следующим образом:

$$H_0: \mu_{1999} - \mu_{2002} \geq 0 \quad (\mu_{1999} - \mu_{2002} \leq 0);$$

$$H_A: \mu_{1999} - \mu_{2002} < 0 \quad (\mu_{1999} - \mu_{2002} > 0).$$

Поскольку стандартное отклонение исходной генеральной совокупности неизвестно, для проверки сформированных гипотез необходимо использовать  $t$ -распределение Стьюдента. Тогда нулевая гипотеза о том, что среднее значение показателя в 2002 г. не увеличилось (не уменьшилось) по сравнению с его значением в 1999 г., должна быть отвергнута на уровне значимости  $\alpha\%$ , если

значение тестовой статистики  $t = \frac{d_{1999-2002}}{s_{d_{1999-2002}} / \sqrt{n}}$  <sup>162</sup> больше (меньше)

соответствующего критического значения распределения Стьюдента с  $n-1$  степенью свободы  $t_{n-1, \alpha}$ .

Помимо теста для проверки неизменности средних значений показателей, характеризующих институциональную структуру российских предприятий, в разные моменты времени в некоторых случаях мы использовали непараметрические тесты, позволяющие ответить на вопрос о неизменности структуры выборки в разные годы: тест Вилкоксона (Wilcoxon) и тест МакНимара (McNemar). Первый тест предназначен для проверки неизменности структуры выборки непрерывных показателей, а второй – для бинарных переменных<sup>163</sup>.

В обоих случаях нулевая гипотеза заключается в предположении отсутствия значимых различий между имеющимися наблюдениями в разные моменты времени. В тесте Вилкоксона<sup>164</sup> ранжируются (по возрастанию или убыванию) абсолютные значения разностей наблюдений в различные моменты

<sup>162</sup>  $s_{d_{1999-2002}}$  – это несмещенное выборочное стандартное отклонение разности средних значений  $d_{1999-2002}$  рассматриваемого показателя в 1999 и 2002 гг.

<sup>163</sup> Для порядковых переменных аналогом теста МакНимара является тест на предельную однородность (*marginal homogeneity test*). Соответственно, в тех случаях, когда это было необходимо мы применяли его.

<sup>164</sup> Тест Вилкоксона позволяет учитывать не только знаки разностей наблюдений, то есть направление изменений, если они имели место, но и величину этих изменений (через величину

времени. После этого сравниваются суммы рангов положительных и отрицательных разностей. Очевидно, что если связь между значениями показателей в различные моменты времени отсутствует, то рассматриваемые суммы должны не очень сильно различаться. В качестве статистики данного критерия рассматривают стандартизованная разность этих сумм рангов положительных и отрицательных разностей. Тогда если значение вероятности предложенной статистики меньше некоторого уровня значимости  $\alpha$ , то мы должны отвергнуть нулевую гипотезу об отсутствии значимых различий показателя в разные моменты времени и на уровне значимости  $\alpha\%$  сделать вывод о том, что изменения произошли.

Тест МакНимара<sup>165</sup> строится следующим образом. На первом шаге строится двумерная таблица распределения нулей и единиц в ответах за разные годы:

		2002	
		0	1
1999	0	$n_{11}$	$n_{12}$
	1	$n_{21}$	$n_{22}$

Соответствующая статистика строится, исходя из предположения о том, что  $n_{12}$  имеет биномиальное распределение  $B(n_{12} + n_{21}, 0.5)$ . Тогда нулевая гипотеза отвергается в том случае, если значение тестовой вероятности меньше некоторого критического уровня, и в этом случае можно говорить о наличии значимых изменений в структуре выборки за рассматриваемый период времени на соответствующем уровне значимости.

Отметим, что все вычисления проводились с использованием пакета SPSS 8,0.

### **Описание полученных результатов**

---

ранга). Поэтому данный тест является более мощным, чем некоторые другие тесты, учитывающие только направление изменений (знаки разностей наблюдений).

<sup>165</sup> См. McNemar (1947).



Итак, нами был проверен ряд гипотез об изменении некоторых институциональных характеристик российских предприятий в течение 1999-2002 гг. В целом, большинство сформулированных гипотез нашли подтверждение при эмпирической проверке. В результате можно сделать следующие выводы об имеющих место в рассматриваемый период тенденциях в динамике основных показателей структуры собственности и корпоративного управления российских предприятий, полученные на основе анализа выборки панели ИЭПП.

### **Изменение структуры собственности российских предприятий в период с 1999 г. по 2002 г.**

Напомним, что в качестве основных гипотез об изменении структуры собственности российских предприятий в течение рассматриваемого периода времени мы использовали предположения об уменьшении доли инсайдеров (в частности, доли рядовых работников предприятий) в структуре акционерного капитала и увеличении доли менеджеров предприятия. Помимо этого, мы предполагали, что доли иностранных акционеров и государства не увечились за рассматриваемый промежуток времени. В таблице 4.6, а также в таблице 42 приложения 4 приведены результаты тестирования данных гипотез.

Таблица 4.6 Результаты проверки гипотезы об изменении средних долей различных групп собственников в структуре акционерного капитала предприятий в 2002 г. по сравнению с 1999 г.

	Число наблюдений	Значимые различие средних в 1999 и 2002 гг.	t-статистика 166	P-значение (двустороннее) <sup>167</sup>
--	------------------	---	---------------------	--

<sup>166</sup> Отрицательное значение распределения Стьюдента означает, что проверялась гипотеза об увеличении показателя в 2002 г. по сравнению с 1999 г., поскольку в тесте осуществляется проверка гипотезы о равенстве нулю разности значений показателей в 1999 г. и 2002 г. (Из значения 1999 г. вычитается значение для 2002 г.)

<sup>167</sup> В таблице приведены *p*-значения для двустороннего теста о равенстве средних значений показателей в разные годы. Для того чтобы получить *p*-значения для соответствующих односторонних тестов фактически мы проверяем односторонние гипотезы), надо взять половину



Доля (%) акций, принадлежащих всем работникам предприятий	49	да	1.85	0.07
Доля (%) акций, принадлежащих рядовым работникам	39	да	2.78	0.01
Доля (%) акций, принадлежащих менеджерам	40	да	-3.23	0.00
Доля (%) акций, принадлежащих другим российским предприятиям	28	да	-2.48	0.02
Доля (%) акций, принадлежащих банкам	25	нет	-0.80	0.43
Доля (%) акций, принадлежащих сторонним физическим лицам	37	нет	-1.15	0.26
Доля (%) акций, принадлежащих иностранным акционерам	29	нет	0.94	0.36
Доля (%) акций, принадлежащих государству	37	нет	0.07	0.94

За исключением гипотезы об увеличении средней доли акций, принадлежащих сторонним физическим лицам, все предположения об изменениях в структуре собственности нашли подтверждение. То обстоятельство, что гипотеза об изменении средней доли акций сторонних физических лиц не нашла подтверждение, скорее всего объясняется уменьшением медианного значения, что, по всей видимости, является следствием наличия в выборке нескольких предприятий, у которых появились крупные собственники – физические лица, в то время как на большинстве предприятий произошло уменьшение собственности сторонних физических лиц.

Все остальные показатели структуры собственности ведут себя согласно нашим предположениям. То есть на основании полученных результатов можно говорить о том, что за рассматриваемые три года произошли значимые изменения в «средней» структуре акционерного капитала российских предприятий. С одной стороны, произошло общее уменьшение доли инсайдеров в структуре акционерного капитала и это сокращение произошло за счет уменьшения доли рядовых работников, поскольку показатель доли акций, принадлежащих менеджерам предприятий, увеличился.

---

от стоящего в этой колонке числа. В этом случае первые четыре статистики оказываются значимыми на 5%-м уровне значимости.



С другой стороны, следствием уменьшения доли акций, принадлежащих инсайдерам, является рост доли акций аутсайдеров в структуре акционерного капитала (и включая, и исключая долю государства). При этом такое увеличение оказалось возможным, исключительно благодаря возрастанию доли акций, принадлежащих другим российским предприятиям. Прочие группы собственников – сторонние физические лица, коммерческие банки, иностранные акционеры и государство – значимо не изменили свое положение в структуре акционерного капитала предприятий в течение рассматриваемого периода времени.

Кроме того, можно говорить о возрастании концентрации собственности российских предприятий в 1999-2002 гг., что подтверждается результатами, приведенными в таблице 4.7.<sup>168</sup>: среднее число акционеров, владеющих пакетами акций, превышающих 25%, значимо увеличилось.

Таблица 4.7 Изменение среднего числа акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25% в 2002 г. по сравнению с 1999 г.

Число наблюдений	Значимые различие средних в 1999 и 2002 гг.	t-статистика	P-значение (двустороннее)
52	Да	-1,73	0,09

Таким образом, можно утверждать, что происходит переход от распыленной собственности, которая наблюдалась непосредственно после приватизации российских предприятий, к более концентрированной.

### **Изменение некоторых характеристик корпоративного управления российских предприятий с 1999 г. по 2002 г.**

На этапе формирования гипотез мы предположили, что на «среднем» российском предприятии в период с 1999 по 2002 г. произошли существенные

<sup>168</sup> См. также таблицы 42 и 43 приложения 4.

изменения структуры управления. В частности, сменился директор, уменьшалась доля работников предприятия в составе Совета директоров и увеличилась доля представителей частных акционеров в Совете директоров. Результаты эмпирической проверки данных гипотез приведены в таблицах 4.8 и таблице 42 приложения 4.

Таблица 4.8

**Результаты проверки гипотезы об изменении средних долей различных групп в составе Совета директоров предприятий в 2002 г. по сравнению с 1999 г.**

	Число наблюдений	Значимые различие средних в 1999 и 2002 гг.	t-статистика	P-значение (двустороннее)
Общее число членов Совета директоров	56	нет	0.11	0.91
Доля (%) работников предприятия в Совете директоров	55	да	3.31	0.00
Доля (%) представителей частных акционеров в Совете директоров	52	да	-4.94	0.00
Доля (%) представителей государства в Совете директоров	53	нет	-1.00	0.32

Как видно из таблицы, все сформулированные предположения были подтверждены в результате эмпирической проверки. Не произошло значимых изменений как в показателе общей численности Совета директоров, так и в показателе доли представителей государства и местных органов власти в составе Совета директоров: полученные статистики оказались сильно незначимыми.

Напротив, на основе полученных результатов можно утверждать, что значимо изменились доли работников предприятия (как рядовых, так и менеджеров предприятия) и представителей частных акционеров в составе Совета директоров: доля работников предприятия сократилась, а доля представителей частных акционеров увеличилась.

Далее, в таблице 4.9 и таблицах 42, 44 приложения 4 приведены результаты проверки гипотезы о смене директора на «среднем» российском предприятии в период с 1999 по 2002 г. Результаты всех тестов одинаковы: можно говорить о том, что в течение рассматриваемого промежутка времени произошла смена директора на большинстве российских предприятий



Таблица 4.9 Результаты проверки гипотезы смене директора предприятия в 1999-2000 гг.

Число наблюдений	Значимые различие средних в 1999 и 2002 гг.	t-статистика	P-значение (двустороннее)
56	Да	-3,5	0,001

Таким образом, в «среднем» Совете директоров российского предприятия за три года увеличилась доля представителей частных акционеров и сократилась доля работников предприятия. Одновременно, более чем на 1/3 предприятий произошла смена директора. Тем не менее следует заметить, что такая смена, как правило, происходила в том случае, если директор занимал данную должность еще до и в момент первичной приватизации, тогда как директора, занявшие эту должность в пост-приватизационный период, в подавляющем большинстве сохранили свои полномочия.

#### **Изменение уровня корпоративного конфликта на российских предприятиях в 1999-2002 гг.**

В данном подразделе приведены результаты проверки гипотезы об изменении уровне корпоративного конфликта на предприятиях в 1999-2002 гг. Напомним, что по результатам предварительного анализа мы предполагали, что уровень корпоративного конфликта (точнее, индекс интенсивности корпоративного конфликта как его индикатор) снизился в течение рассматриваемого трехлетнего интервала времени.

Из результатов, приведенных в таблице 4.10 и таблицах 42, 45 приложения 4 нельзя сделать однозначные выводы о наличие изменений об изменении уровня корпоративного конфликта.

Таблица 4.10 Результаты проверки гипотезы об изменения уровня корпоративного конфликта российских предприятий в 1999-2002 гг.



Число наблюдений	Значимые различие средних в 1999 и 2002 гг.	t-статистика	P-значение (двустороннее)
59	Да	2,03	0,05

Результаты проверки гипотезы о равенстве средних значений индекса интенсивности корпоративного конфликта говорят, о наличии изменений данного показателя на уровне значимости 5%. С другой стороны, непараметрический тест Вилкоксона дает противоположный результат: мы не гипотезу об отсутствии изменений в структуре индекса интенсивности корпоративного конфликта в 2002 г. по сравнению в 1999 г. Расхождения результатов двух тестов могут быть вызваны различными причинами, например, не очень большим количеством наблюдений выборки.

Вывод, полученный на основе теста Вилкоксона косвенно подтверждают результаты теста МакНимара для показателей, на основе которых строился индекс интенсивности корпоративного конфликта: ни для одного из показателей нельзя отвергнуть гипотезу о неизменности их структуры (см. таблицы 46-50 приложения 4), поэтому, на наш взгляд, корректнее доверять выводу из теста Вилкоксона, то есть отвергнуть выдвинутую гипотезу о снижении уровня корпоративного конфликта на российских предприятиях в 1999-2002 гг.

## **Основные выводы, сделанные в ходе эмпирического исследования**

Исходя из результатов проведенного анализа, можно говорить о том, что основные тенденции, сложившиеся в динамике структуры собственности и корпоративного управления российских предприятий во второй половине 90-х гг., сохранились и в начале 2000-х гг. Продолжаются изменения в структуре акционерного капитала и во многом связанные с ними изменения в корпоративном управлении.

Таблица 4.11 отражает в некотором смысле «портрет» изменений рассматриваемых институциональных характеристик «среднего» российского предприятия в 1999-2002 гг.



Таблица 4.11 Характер изменений основных институциональных характеристик, произошедших на «среднем» российском предприятии в 1999-2002 гг.

Характеристика	Изменение
Доля (%) акций, принадлежащих всем работникам предприятий	уменьшилась
Доля (%) акций, принадлежащих рядовым работникам	уменьшилась
Доля (%) акций, принадлежащих менеджерам	увеличилась
Доля (%) акций, принадлежащих другим российским предприятиям	увеличилась
Концентрация	увеличилась
Доля (%) работников предприятия в Совете директоров	уменьшилась
Доля (%) представителей частных акционеров в Совете директоров	увеличилась
Смена директора	произошла

Итак, «среднее» российское предприятие следующим образом изменилось в 2002 г. по сравнению с 1999 г.:

Уменьшилась доля инсайдеров в целом в структуре акционерного капитала «среднего» российского предприятия;

При этом такое сокращение произошло за счет уменьшения доли рядовых работников предприятий;

Одновременно увеличился показатель доли акций, принадлежащих менеджерам предприятий;

В целом, увеличилась доля аутсайдеров в структуре акционерного капитала (без государства и местных органов власти);

Такое увеличение оказалось возможным, лишь благодаря возрастанию доли акций, принадлежащих другим российским предприятиям;

Все остальные типы аутсайдеров (без государства и местных органов власти) – сторонние физические лица, коммерческие банки, иностранные акционеры – значимо не изменили свое положение в структуре акционерного капитала предприятий за эти годы;



Вопреки сложившемуся мнению, нельзя утверждать, что снижается доля государства в акционерном капитале;

Тенденция к увеличению концентрации собственности сохранилась;

После кризиса 1998 г. на «среднем» российском предприятии произошла смена директора;

В составе Совета директоров уменьшилась доля работников предприятий, что может быть связано с уменьшением доли инсайдеров в собственности и одновременном увеличении концентрации собственности;

Выросла доля представителей крупных частных акционеров в Совете директоров «среднего» российского предприятия, что также может быть следствием укрепления позиций аутсайдеров и увеличением концентрации акционерного капитала;

Интенсивность корпоративного конфликта сохранилась на уровне 1999 г., то есть осталась довольно невысока.

## Заключение

Современная структура собственности акционерных обществ в странах с переходной экономикой, как правило, имеет ряд типичных характеристик, отражающих историю приватизационных программ. Она характеризуется прежде всего большой долей собственности инсайдеров, собственности, оставшейся в государственном владении, а также появлением различных институциональных инвесторов, включая (в ряде стран) бывшие приватизационные фонды.

Разумеется, экономика каждой из стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) имеет ряд специфических характеристик. В одних странах (Словения), например, большое распространение получило участие сотрудников предприятия как в собственности, так и в управлении («employeeism»). В других странах (Чехия), напротив, работники предприятий редко участвуют в его собственности и работе органов управления. В экономике ряда стран (например, в Польше, Эстонии и Венгрии) иностранные инвесторы играют одну из главных ролей, в отличие от Словении, где их роль очень ограничена и т.д. Тем не менее, существуют и *некоторые общие тенденции трансформации отношений собственности* в странах с переходной экономикой.

Во-первых, в большинстве компаний, приватизированных через использование схем массовой приватизации, не предусматривающих официальных привилегий для инсайдеров, прошли активные процессы вторичной приватизации, позволившие захватить контроль над предприятием новым собственникам. В то же время переход собственности к новым владельцам в компаниях, контролируемые инсайдерами, в целом не был характерен и наблюдался только на незначительном числе компаний.

Во-вторых, в большинстве компаний активно продолжается рост концентрации акционерной собственности. Тенденция к концентрации собственности особенно заметна в странах, где активно осуществлялись приватизационные программы, поскольку концентрация собственности является своего рода реакцией второго этапа на результаты ранних программ





приватизации. При этом концентрация собственности в странах ЦВЕ часто превышает уровень, характерный для континентальной Европы.

В-третьих, пока не получил своего однозначного подтверждения широко распространенный среди экономистов тезис о том, что рост концентрации собственности приводит к росту эффективности деятельности предприятия. Исключением является весьма малое число компаний, принадлежащих главным образом иностранным инвесторам (например, в Польше). Впрочем, отсутствие прямой связи между ростом концентрации собственности и эффективностью может объясняться существованием временного лага между переходом предприятия в руки новых владельцев и ростом эффективности его деятельности.

В-четвертых, одним из следствий использования схем массовой приватизации в странах с переходной экономикой является существование инвестиционных фондов. Изначально предполагалось, что они помогут решить проблемы корпоративного управления одним из двух способов. Либо фонды, выступая от имени огромного числа мелких акционеров (практически всего населения), смогут сосредоточить в своих руках управление и контроль на предприятиях, либо, напротив, фонды быстро продадут свои акции в компаниях, что приведет к концентрации собственности в руках новых владельцев и, в конечном итоге, к решению проблем корпоративного управления. Тем не менее инвестиционные фонды, как правило, не оправдали эти ожидания. С одной стороны, они не имели ни возможностей, ни мотивации к активному участию в корпоративном управлении. Но, с другой стороны, они остались крупнейшими собственниками, активно участвуя в схемах по выведению активов из предприятий (особенно активно этот процесс развивался в Чехии).

В-пятых, среди заметных тенденций трансформации структуры собственности в странах с переходной экономикой можно выделить, помимо вышеупомянутых, также: преобразование ОАО в ООО, де-листинг публичных корпораций и формирование холдинговых компаний на базе бывших приватизационных фондов.

Тенденция, в рамках которой большое число ОАО преобразовывается в ООО и осуществляет де-листинг, развивается параллельно с тенденцией к концентрации собственности. В ходе приватизации в странах ЦВЕ



автоматически было создано большое количество акционерных обществ. Но для многих предприятий, учитывая их размер, структуру собственности и организационную модель, форма АО оказалась нерациональной. Соответственно тенденция к де-листингу компаний должна поощряться, особенно если речь идет о мелких и средних предприятиях, не имеющих средств для доступа к внешним источникам капитала.

Наконец, пока отсутствуют признаки явной связи между имеющейся пост-приватизационной структурой собственности и формирующейся в стране правовой моделью корпоративного управления. Более того, имеются примеры явного противоречия между структурой собственности *de facto* и заимствованными в странах с развитым законодательством правовыми концепциями корпоративного управления.

По всей видимости, это является следствием другого противоречия: с одной стороны, доминирование идеологии “концентрированной собственности” как средства эффективного корпоративного управления и, с другой стороны, объективно расплывчатая собственность на первом пост-приватизационном этапе. Даже в тех странах, где по итогам массовой приватизации сложилась концентрированная собственность, ее эффект подрывается пока жесткими и нерегулируемыми (в праве) конфликтами интересов, “абсентеизмом” многих даже крупных аутсайдеров в отношении долгосрочного управления корпорацией, сопротивлением менеджеров, представляющих, как правило, всех инсайдеров, слабыми правовыми нормами защиты прав аутсайдеров (крупных и особенно мелких). Возможно, что игнорирование интересов мелких акционеров в большинстве стран есть следствие идеологии концентрированной собственности.<sup>169</sup>

Последние положения свидетельствуют также о том, что пока нет оснований говорить о прямой связи между высококонцентрированной собственностью и эффективностью корпоративного управления. Это означает также и то, что “с первой попытки” в большинстве стран с переходной экономикой поиск “реальных ответственных собственников” не удался.

---

<sup>169</sup> Точнее было бы сказать, что это даже не идеология в строгом смысле (т.е. воплощаемая в правовых концепциях, постоянной политике государства), а в большей степени “благое



Очевидно, что во всех странах важнейшим фактором развития корпоративного управления являются национальные исторические традиции и национальная идеология, своеобразный менталитет и взгляды на социально-экономические отношения. Ни в одной из стран с переходной экономикой модель корпоративного управления пока не носит устойчивых черт. Более того, несмотря на признаки концентрации собственности (или, напротив, дисперсии), ни в одной из стран не формируется в явном виде какая-либо из “стандартных” мировых моделей.

В силу этого трудно однозначно ответить на вопрос о том, какая *модель корпоративного контроля* стала доминирующей в странах с переходной экономикой: англо-саксонская (доминирование рынков капитала) или континентальная (доминирование банков). Рынки капиталов (за исключением разве что Польши) в странах ЦВЕ недостаточно развиты и недостаточно прозрачны для того, чтобы осуществлять эффективное регулирование в этой сфере. С другой стороны, несмотря на то, что в странах с переходной экономикой большую роль играют крупные финансовые институты, это, как правило, инвестиционные фонды, а не банки, которые являются портфельными инвесторами и почти не заинтересованы в активном участии в корпоративном управлении, поэтому говорить о том, что в странах ЦВЕ представлена континентальная модель, также трудно.

В то же время в большинстве стран с переходной экономикой в качестве цели была принята (в том числе в законодательстве) именно континентальная модель. Это связано с необходимостью обеспечения жесткого контроля со стороны собственников (наблюдательного совета) над исполнительными органами компании в условиях, когда влияние внешнего контроля во многих случаях еще не является достаточно эффективным. Кроме того, континентальная модель представляется более приемлемой для стран с переходной экономикой, так как она подразумевает существенную роль стратегических инвесторов, которые, особенно иностранцы, приносят в компанию не только капитал, но также и новую культуру управления, поведения компании в окружающей среде, новые технологии и т.д.

---

пожелание” и наивное стремление переложить вопросы эффективности на спонтанный процесс



В странах с переходной экономикой представлены обе существующие *структуры органов управления* – одноуровневая и двухуровневая. Часто обе модели встречаются в одной стране.

Очевидно, что одним из главных предварительных условий для надлежащего функционирования наблюдательного совета компании является его способность представлять интересы главных групп акционеров. Тем не менее собственники в странах ЦВЕ в настоящее время обеспечивают полноценный контроль далеко не во всех компаниях. Хотя формально в странах с переходной экономикой наблюдательный совет имеет широкий круг полномочий, особенно связанных с контролем (как гарантия против оппортунизма менеджеров), на практике роль этого органа в системе корпоративного управления, как правило, невелика, а наиболее влиятельным органом в компании является исполнительный совет.

Функции и полномочия совета обычно не описываются в законодательстве в деталях – чтобы обеспечить гибкость в этой сфере. Фактическое функционирование, влияние и эффективность совета зависит больше от качеств его членов и президента или главного исполнительного директора компании. Процесс назначения членов совета в странах с переходной экономикой не всегда учитывает необходимость представления миноритарных акционеров.

Что касается структуры совета в странах с переходной экономикой. То можно указать следующие наиболее общие тенденции:

- состав совета обычно отражает структуру собственности, за исключением государства, которое все еще имеет чрезмерное представительство;
- совет едва ли выполняет функцию независимого контроля за управляющими. Нет никаких установленных законом требований в том, что касается внешних, независимых директоров. Очень часто внешние директора формально существуют, однако фактически они представляют лица, связанные с компанией или контролирующими собственников;

---

концентрации.



- некоторые внешние директора назначаются исключительно из политических соображений, и регулярно заменяются после парламентских выборов;

- наблюдается рост разделения функций между председателем наблюдательного совета и исполнительным директором, однако это разделение, по своей природе все еще кажется скорее формальным

- в большинстве советов нет специализированных комитетов.

С точки зрения финансовой системы предприятия важным фактором является *значимость коммерческих банков* в обеспечении деятельности промышленных корпораций. Одной из особенностей многих стран с переходной экономикой, тем не менее, является очень скромная роль банков. При этом общее влияние банков на компании гораздо сильнее, чем об этом можно было бы судить, опираясь только на информацию о структуре собственности. Так, банки широко представлены в наблюдательных советах компаний. Они также оказывают сильное влияние на деятельность компаний через такой инструмент как кредиты. В случае возникновения проблем с возвратом кредита банки чаще всего стараются ее решить путем личных переговоров с менеджерами компании либо прибегают к некоторым другим мерам: судебным процессам, отказам в выдаче нового займа и т.п.

В большинстве стран банки (как правило универсальные) были допущены к участию в приватизации и, соответственно, к процедурам корпоративного управления (прямо или через аффилированные структуры). Вместе с тем ни в одной стране (даже в Чехии и Словении, где проблема была наиболее острой) не были одновременно введены законодательные нормы для урегулирования конфликтов интересов, связанных с участием банков в корпорациях. Это наносило ущерб как вкладчикам банков, так и акционерам соответствующих фондов и предприятий.

В данный момент *основные права акционеров* в большинстве стран с переходной экономикой законодательно обеспечены относительно надежно. Тем не менее эта позитивная ситуация сложилась не так давно: в большинстве стран ЦВЕ и СНГ существенные поправки в законодательство были внесены в 2000-2001 годах, во многом в рамках процесса приведения законодательства стран ЦВЕ в соответствие с требованиями ЕС, и касались в основном торговли ценными бумагами. Так, в ряде стран (Чехия, Венгрия, Польша) были



ужесточены требования относительно уведомлений, которые обязаны сделать акционеры, величина пакетов которых достигла определенных пороговых значений, либо о приобретении крупного пакета акций (Польша), а также относительно порогов, при достижении которых акционер должен делать публичную оферту по выкупу всех не принадлежащих ему акций. Вводились также поправки (Чехия, Венгрия), дополнительно защищающие права миноритарных акционеров, в том числе в случае реструктуризации компании при слиянии и поглощении. В Литве были приняты поправки, ужесточающие требования к минимальному размеру уставного капитала.

Большинство стран ЦВЕ ввели правило о принудительном предложении по скупке всех акций недавно. На данный момент это правило работает в большинстве стран и, как правило, порог составляет 50%. Тем не менее нередки случаи, когда владелец контрольного пакета, владеющий более 50% и даже более 75% акций, не делает такого предложения. Причина этого заключается в слабом информменте. Кроме того, проблема заключается еще и в том, что закон ряда стран предусматривает многочисленные исключения из этого правила (Эстония, Румыния, Болгария). Можно предположить, что неопределенность законодательства является, по крайней мере отчасти, преднамеренной, поскольку в ином случае большое число компаний было бы вынуждено осуществить де-листинг.

В связи с высокой концентрацией акционерной собственности, ключевой проблемой в странах с переходной экономикой представляется *защита прав миноритарных акционеров*, тем более, что управляющие в этих странах часто совпадают с контролирующими акционерами. В большинстве стран законодательство содержит как систему гарантий от злоупотребления в отношении миноритарных акционеров, так и положения, предназначенные для предотвращения злоупотреблением этими гарантиями. На практике практически во всех странах происходит множество случаев злоупотреблением своими правами как миноритарными, так и крупнейшими акционерами. Это связано с приватизационным «наследием» в структурах собственности, неадекватностью (несбалансированностью) законодательства и слабым правоприменением.

- Главная проблема в сфере защиты прав миноритарных акционеров – размывание их пакетов акций, несмотря на то, что существующее законодательство содержит положения о преимущественных правах на покупку



акций. Проблемой является и представительство миноритарных акционеров в органах управления компанией. Они представлены либо недостаточно, либо никак, что может быть результатом как низкой активности самих миноритариев, так и ограничением возможностей доступа к процессу управления. Миноритарные акционеры также мало вовлечены в обсуждение стратегии развития компании во время годовых собраний акционеров. Кроме того, некоторые положения законодательства могут ограничивать равноправие акционеров в том, что касается их права голоса. Право акционера на получение дивиденда остается также весьма теоретическим, поскольку огромное количество крупных и даже имеющих листинг на бирже компаний за последние несколько лет не распределяли дивиденды. Еще одной важной проблемой является широко распространенная практика вывода активов или прибыли в компании, связанные с контролирующими акционерами, а также сделки, совершенные с использованием инсайдерской информации и с участием заинтересованных лиц.

Опыт развитых стран показывает, что права акционеров могут быть адекватно защищены только при соблюдении двух условий: прозрачности деятельности корпораций и эффективном раскрытии информации, а также эффективной работе управляющих корпорацией органов.

В отличие от развитых стран, где раскрытие информации в корпоративной жизни зависит от различных формальных и неформальных правил, в переходной экономике, как правило, *раскрытие информации публичной корпорацией* устанавливается системой формальных норм. Такой подход «сверху-вниз» является типичным феноменом для всех переходных экономик. Сами корпорации, тем не менее, оценивают его как чрезмерное давление на частный сектор со стороны государства, поскольку прозрачность в переходных экономиках пока еще не воспринимается как преимущество с точки зрения имиджа компании.

В странах ЦВЕ регулярно предпринимаются попытки найти адекватные стимулы и меры для того, чтобы компании работали в условиях открытости. Но при этом игнорируется реальная проблема: открытость корпоративной информации характерна для развитых рынков, а недостаточно развитый рынок не поощряет открытости информации. Именно поэтому прозрачность и открытость информации – область, в которой во всех странах с переходной



экономикой наблюдается наибольшее несоответствие между требованиями законодательства, которое в большинстве стран оценивается экспертами как в целом дружелюбное по отношению к инвесторам, и реальной практикой.

Одновременно с изменениями в структуре собственности в переходных экономиках происходят изменения и во *внешних механизмах* корпоративного управления.

По мнению экспертов ЕБРР, самым слабым местом в коммерческом законодательстве стран с переходной экономикой является законодательство, посвященное процедуре банкротства.<sup>170</sup> Особенно это касается эффективности применения этого законодательства. Слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывает определенные сомнения и квалификация назначаемых внешних управляющих. Важнейшей задачей для переходных экономик ЦВЕ и СНГ является удаление из законодательства о банкротстве всех препятствий для реализации прав должника и его кредиторов. Наиболее важным фактором здесь является способность суда справиться с многочисленными трудностями, которыми обычно сопровождается процедура банкротства предприятия.

В отношении развития фондового рынка на ранних стадиях переходных процессов страны ЦВЕ и СНГ использовали самую разнообразную политику. В целом фондовые рынки стран с переходной экономикой остаются достаточно слабо развитыми, с низкой капитализацией и незначительной ликвидностью. Дело в том, что фондовые рынки стран с переходной экономикой были созданы как инструменты приватизации и изначальная торговля на них была связана с перераспределением собственности. Они и сейчас во многом остаются вторичными рынками, исполняющими именно эти функции. Множество сделок во всех странах ЦВЕ и СНГ все еще остаются внебиржевыми, основанных на инсайдерской информации. Регулирование рынка ценных бумаг и защита инвесторов в корпоративном законодательстве сильно отличаются в разных странах, однако можно отметить определенный прогресс после модификации многими странами законодательства, касающегося регулирования публичной торговли ценными бумагами в начале 2000-х гг.

---

<sup>170</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.36.





С точки зрения приватизационной модели (которая является отправным пунктом для понимания сдвигов в структуре собственности и формирования модели корпоративного управления в переходной экономике) в России сложилась довольно специфическая ситуация, ибо были объединены несколько возможных подходов: массовая приватизация через ваучеры, модель инсайдеров и стандартные продажи. К положительным отличиям российской модели можно отнести отсутствие проблем реституций и “социально-ориентированной” собственности, относительно быстрое “размывание” собственности инсайдеров-работников. Не стал в России базовым конфликт интересов, связанный с участием банков в инвестиционных фондах. Имеются, безусловно, и свои специфические проблемы, связанные с масштабами корпоративного сектора, сохраняющейся долей в нем государства, сильными позициями инсайдеров-менеджеров, высоким монополизмом и тенденциями к созданию финансово-промышленных альянсов и др.

Тем не менее *Россия не стала каким-либо уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики*. Все наиболее характерные тенденции в динамике структуры собственности и становления модели корпоративного контроля и управления в 90-е – начале 2000-х гг. так или иначе характерны и для России. Существует при этом одна общая и вполне тривиальная закономерность: чем раньше страна вступает на путь масштабной и быстрой приватизации, тем раньше она сталкивается и с проблемами корпоративного управления и контроля, тем более развитым к настоящему времени является соответствующее законодательство (в том числе защита прав инвесторов). Россия, на наш взгляд, при всех имеющихся проблемах находится среди первопроходцев, и - на фоне многих других стран с переходной экономикой - прогресс в этой сфере в России значителен.

В последние годы *российская система корпоративного права и управления претерпевает существенные изменения*. Основой указанных изменений стало внесение изменений в законодательство в области регулирования корпоративных отношений. Указанные изменения коснулись, нескольких сфер корпоративных отношений.

Прежде всего необходимо указать на ряд мер, направленных на *внедрение положений Кодекса корпоративного поведения*. В соответствии с



новыми требованиями компании в годовых и ежеквартальных отчетах, а также проспектах ценных бумаг должны раскрывать информацию о соблюдении или несоблюдении положений Кодекса корпоративного поведения. Также было установлено, что правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и финансовых инструментов, установленными организаторами торговли, для включения ценных бумаг в котировальные листы "А" первого уровня может быть предусмотрено требование о соблюдении акционерными обществами, являющимися эмитентами таких ценных бумаг, положений Кодекса корпоративного поведения. При этом, как показала практика, хотя указанные требования и были законодательно закреплены, тем не менее в настоящее время не установлены механизмы реализации данных требований. Кроме того, указанные требования по раскрытию информации о соблюдении положений Кодекса корпоративного поведения достаточно часто соблюдаются исключительно формально, также как и положения кодексов корпоративного поведения/управления многих российских компаний часто носят формальный характер и не направлены на действительное улучшение корпоративного управления в той или иной компании. Цель принятия кодексов корпоративного поведения/управления чаще всего состоит в формальном соблюдении требований законодательства и правил листинга организаторов торговли.

Также в последнее время проводится *реформа системы раскрытия информации*. Необходимость изменения системы раскрытия информации эмитентами не вызывает сомнений, однако новые стандарты раскрытия информации не во всех случаях являются обоснованными и целесообразными, в связи с чем некоторые положения нормативно-правовых актов, регулирующих порядок раскрытия информации акционерными обществами, по нашему мнению, подлежат изменению.

1) Как следует из Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»<sup>171</sup>, акционерные общества, обязанные раскрывать информацию в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах в случае внесения изменений в устав или внутренние документы либо принятия их в новой редакции, обязаны

---

<sup>171</sup> Постановление ФКЦБ РФ от 2 июля 2003 года №03-32/пс.



опубликовывать указанные документы с внесенными изменениями в сети Интернет не позднее 3-х дней с момента опубликования на web-сайте сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров. Поскольку изменения, внесенные в устав или внутренние документы акционерного общества, приобретают юридическую силу с момента их государственной регистрации, более целесообразно было бы размещать их в сети Интернет не в течение 3-х дней с момента опубликования на web-сайте сообщения о соответствующем решении общего собрания акционеров, а после государственной регистрации изменений и дополнений, внесенных в устав или внутренние документы, либо названных документов в новой редакции.

2) В соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», внутренние документы общества могут утверждаться как общим собранием акционеров, так и советом директоров и исполнительными органами акционерного общества. Таким образом, если изменения во внутренние документы утверждаются советом директоров или исполнительными органами общества и общее собрание не проводилось, неясным остается вопрос о том, в какие сроки согласно Постановлению ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» они должны размещаться на web-сайте компании, в связи с чем в данном постановлении следует определить в какие сроки подлежат размещению на web-сайте компании в сети Интернет внутренние документы, в которые были внесены изменения, утвержденные иными, нежели общее собрание акционеров органами управления акционерного общества.

3) Подлежит уточнению положение, закрепленное в п.14 Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», в соответствии с которым подлежат раскрытию сведения об изменении размера доли участия лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента, в том числе управляющей организации или управляющего, в уставном капитале эмитента, а также уставном капитале дочерних и зависимых обществ эмитента, и/или об изменении размера доли принадлежащих указанным лицам обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ. В частности следует



четко указать на то насколько должен измениться размер доли участия названных лиц и/или размер доли принадлежащих им обыкновенных акций в уставном капитале эмитента и его дочерних и зависимых лиц, чтобы такие сведения подлежали раскрытию в установленном указанным Постановлением ФКЦБ порядке, поскольку информация об изменении доли указанных лиц в уставном капитале эмитента и его зависимых и дочерних обществ и/или размера доли принадлежащих им обыкновенных акций эмитента и его дочерних и зависимых обществ, например, на менее чем 1% от уставного капитала или от общего количества обыкновенных акций не смогут оказать существенного влияния на стоимость ценных бумаг эмитента.

4) Необходимо внести дополнения в пп. Н п. 1.14 Постановления ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», в соответствии с которым подлежат раскрытию сведения о предъявлении эмитенту, его дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность эмитента, его дочерних и зависимых обществ. А именно следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к указанным выше обществам, сведения о предъявлении которых подлежат раскрытию в порядке, определенном Постановлением.

5) Следует исключить из Постановления «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» положения, устанавливающие обязательный мониторинг раскрытия информации эмитентами финансовым консультантом на рынке ценных бумаг в связи с тем, что введение дополнительной проверки информации, раскрываемой эмитентами, согласно Положению о раскрытии информации, финансовым консультантом на предмет соответствия законодательству является нецелесообразным и необоснованным, поскольку осуществление контроля за соблюдением эмитентами требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, относится к компетенции Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в настоящее время функции по



контролю и надзору упраздненной Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам<sup>172</sup>).

6) В целях более эффективного применения норм, установленных в Постановлении ФКЦБ от 26 декабря 2003 года «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»<sup>173</sup> следует определить понятие должностного лица аудитора и фондовой биржи.

7) Следует уточнить, информация о какой конкретно доле участия аудитора (должностных лиц аудитора) в уставном капитале фондовой биржи (участие аудитора (должностных лиц аудитора) в деятельности фондовой биржи – некоммерческого партнерства) подлежит раскрытию в порядке, установленном Постановлением ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

8) Следует уточнить положение, установленное в Постановлении ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», в соответствии с которым подлежит раскрытию информация о предъявлении фондовой бирже, ее дочерним и/или зависимым обществам иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение или хозяйственную деятельность фондовой биржи, ее дочерних и зависимых обществ. А именно следует определить четкий перечень исков, предъявляемых к фондовым биржам, а также их дочерним и/или зависимым обществам, сведения о предъявлении которых, подлежат раскрытию в порядке, предусмотренном Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

9) Целесообразно отменить требование, установленное Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг о ежедневном раскрытии информации о результатах торгов в печатном издании, тираж которого превышает 50 тысяч экземпляров, ежедневного раскрытия данной информации через Интернет, по нашему мнению, достаточно и не влечет за собой серьезных расходов.

---

<sup>172</sup> В соответствии с Указом Президента РФ «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» от 9 марта 2004г. №314.

<sup>173</sup> Постановление ФКЦБ от 26 декабря 2003 года «Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» №03-54/пс.



Одним из направлений реформы корпоративного управления является модификация правил *организации торговли на рынке ценных бумаг*. При этом не все новые требования, установленные в отношении организации торговли на рынке ценных бумаг также являются адекватными и достаточными, а многие из новых положений, установленных законодательством подлежат изменению и дополнению. В частности, в целях совершенствования законодательства в области регулирования деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг следует:

1) Из п. 3.3 Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым организатор торгов не вправе выплачивать участникам торгов вознаграждение за выполнение ими обязательств маркет-мейкера как необоснованное и ставящее под угрозу сам факт существования института маркет-мейкеров.

2) Следует исключить из п. 1.5. Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» положение, в соответствии с которым не менее половины членов совета директоров фондовой биржи, являющейся акционерным обществом должны быть независимыми, а также из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б», требования, в соответствии с которыми для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи в совет директоров эмитента должно входить не менее 3-х независимых директоров, а в котировальные списки «Б» не менее 1-го независимого директора, как противоречащие ФЗ «Об акционерных обществах» и ограничивающие право акционеров на выдвижение и избрание членов совета директоров исключительно по своему усмотрению.

3) Из Перечня требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А», Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым одним из условий для включения ценных бумаг в котировальные списки «А» фондовой биржи является то, что соответствующим эмитентом должен быть сформирован коллегиальный исполнительный орган, как противоречащее ст. 69 ФЗ «Об



акционерных обществах», в соответствии с которой формирование коллегиального исполнительного органа является правом акционерного общества, а не обязанностью.

4) Из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить положение, в соответствии с которым одним из условий включения ценных бумаг эмитента – акционерного общества в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является соблюдение требования о том, что сообщение о проведении общего собрания акционеров должно делаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок как вступающее в противоречие с ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которым (п. 1 ст.52) сообщение о проведении общего собрания акционеров должно быть сделано не позднее чем за 20 дней, а сообщение о проведении общего собрания акционеров, повестка дня которого содержит вопрос о реорганизации общества, - не позднее чем за 30 дней до даты его проведения.

5) Из Перечней требований, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» Постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» исключить норму, в соответствии с которой дополнительным требованием к акционерному обществу для включения его ценных бумаг в котировальные списки «А» и «Б» фондовой биржи является то, что акционерное общество приняло обязательство не освобождать приобретателя от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции (эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции) при приобретении 30 и более процентов обыкновенных акций акционерного общества как противоречащее ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах», в соответствии с которой уставом общества или решением общего собрания акционеров может быть предусмотрено освобождение от указанной выше обязанности.

Одним из новых направлений в сфере корпоративного управления в последнее время является *внедрение в российскую корпоративную практику*



*института независимых директоров.* Понятие независимого директора, соответствующее мировой практике корпоративного управления, было введено впервые Кодексом корпоративного поведения. Впоследствии требования о необходимости включения независимых директоров в составы советов директоров акционерных обществ и фондовых бирж были включены также в нормативно-правовые акты, принятые ФКЦБ. При этом в ФЗ «Об акционерных обществах» до сих пор не закреплено понятие независимого директора, аналогичное определению, установленному в Кодексе корпоративного поведения и неясным остается вопрос о необходимости закрепления в законе данного понятия, а также требований о наличии в составе советов директоров российских компаний независимых директоров. Это связано, прежде всего с неразработанностью механизмов обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров, а также с тем, что в настоящее время существуют небольшие правовые возможности для реального влияния независимых директоров на деятельность как совета директоров, так и компании в целом. Тем не менее, на практике, хотя во многих российских компаниях избираются независимые директора, а положения, связанные с избранием независимых директоров также закреплены в кодексах корпоративного управления многих крупных российских компаний, реализуются программы, направленные на избрание независимых директоров в советы директоров российских компаний, институт независимых директоров в настоящее время не получил своего окончательного оформления. В частности, хотя независимые директора и избираются в советы директоров многих компаний, лишь немногие полностью соответствуют требованиям, предъявляемым к независимым директорам, установленным Кодексом корпоративного поведения. Также, хотя в кодексах корпоративного поведения и иных подобных документах многих российских компаний закреплено понятие независимого директора, указанные положения кодексов остаются формальными, поскольку в них не определены механизмы обеспечения избрания независимых директоров.

Одной из новаций стало введение федеральным законом «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и о внесении дополнения в федеральный закон «О некоммерческих организациях»





174 *института финансовых консультантов*. Введение института финансовых консультантов было изначально направлено на защиту прав инвесторов, поскольку деятельность финансового консультанта связана с осуществлением дополнительной проверки достоверности и соответствия законодательству информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, что является несомненно позитивным.

Тем не менее правовое регулирование порядка деятельности финансовых консультантов, осуществленное нормативно-правовыми актами ФКЦБ, а также внедрение его на практике не во всех случаях обоснованно и соответствует действующему законодательству. В частности, вопреки ФЗ «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которым единственным требованием для оказания услуг финансового консультанта является наличие лицензии на осуществление брокерской/дилерской деятельности, ФКЦБ в различных нормативно-правовых актах были установлены дополнительные требования к профессиональным участникам, намеренным оказывать услуги финансового консультанта. Установление дополнительных требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, намеренным оказывать услуги по финансовому консультированию (требования о наличии в штате соответствующего профессионального участника сотрудников, имеющих специальный аттестат, создании специального подразделения, уведомлении ФКЦБ о намерении осуществлять деятельность в качестве финансового консультанта, а также установление повышенных нормативов достаточности собственных средств) фактически означает осуществление скрытого лицензирования деятельности финансовых консультантов и введение нового вида профессиональных участников на рынке ценных бумаг, а именно финансовых консультантов, что противоречит закону «О рынке ценных бумаг», которым установлен исчерпывающий перечень профессиональных участников на рынке ценных бумаг.

Также рынок оказания услуг по финансовому консультированию был фактически монополизирован двумя компаниями – АВК и ФФК, хотя право оказывать услуги финансового консультанта получили 23 компании, поскольку

---

<sup>174</sup> ФЗ от 28 декабря 2002 года №185-ФЗ.



привлечение названных двух компаний к оказанию услуг финансового консультанта фактически стало гарантией регистрацией проспекта ФКЦБ.

По нашему мнению, возможным выходом из данной ситуации является не отмена непосредственно института финансовых консультантов, а отмена требований, предъявляемых к финансовым консультантам, установленных нормативно-правовыми актами ФКЦБ и предоставление возможности профессиональным участникам рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на осуществление брокерской/дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывать эмитентам услуги в качестве финансовых консультантов, как это и установлено ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Одним из ключевых вопросов, обсуждаемых в настоящее время в связи с реформой корпоративного управления является *вопрос о месте саморегулируемых организаций* в системе регулирования корпоративных отношений.

На данном этапе роль саморегулируемых организаций сводится к ограниченному регулированию деятельности их членов. Одной из причин такого положения дел является недостаточная разработанность законодательной базы деятельности саморегулируемых организаций, и, в частности, отсутствие специального закона, регулирующего их деятельность. Тем не менее, еще до принятия соответствующего закона должна быть разработана единая концепция саморегулирования.

В настоящее время существует две основные концепции саморегулирования и его места в регулировании отношений на финансовых рынках. Первая основана на том, что деятельность саморегулируемых организаций на финансовом рынке не является достаточно эффективной в связи с тем, что саморегулирование способствует монополизации рынка финансовых услуг, приводит к конфликту интересов и направлено, как правило, на лоббирование и защиту интересов членов саморегулируемых организаций, а, следовательно, делегирование функций по регулированию финансового рынка саморегулируемым организациям не является эффективным. Противоположная позиция заключается в том, что саморегулирование является эффективным механизмом регулирования на финансовом рынке. Необходимость саморегулирования при этом вызвана избыточностью полномочий органов



государственной власти, в том числе и по установлению правил и стандартов предпринимательской (профессиональной) деятельности, недостаточной эффективностью и высокими издержками надзора и контроля со стороны органов власти за профессиональной (предпринимательской) деятельностью, необходимостью установления обратной связи между государственными органами и предпринимательским (профессиональным) сообществом<sup>175</sup>. При этом вопросы регулирования должны быть разделены между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями.

По нашему мнению, хотя саморегулируемые организации должны занять место в системе регулирования финансовых рынков, для действительно эффективной деятельности СРО необходимо установить также четкие механизмы ответственности. Особенную важность вопрос об ответственности, а также о страховании профессиональной ответственности приобретет в случае передачи СРО некоторых полномочий по регулированию отношений на финансовом рынке, а также по правоприменению и надзору. Кроме того, нецелесообразным является установление абсолютной независимости СРО от органов государственной власти, и, в частности, по нашему мнению, нецелесообразным является отмена разрешительного порядка создания саморегулируемых организаций как таковых. Нецелесообразным является и разделение саморегулируемых организаций по типам в зависимости от вида их участников, а именно от того лицензируемый или нелицензируемый вид деятельности осуществляют участники соответствующего СРО, либо в зависимости от того, осуществляется ли доступ субъекта на рынок посредством вступления в СРО, а не посредством лицензирования, поскольку вид деятельности, которую осуществляют участники СРО напрямую не зависит, сможет ли СРО эффективно осуществлять функции по правоустановлению, надзору, контролю и др. Для всех СРО законодательством должны быть установлены одинаковые требования. Непосредственно саморегулируемым организациям следует разработать и принять единые унифицированные стандарты профессиональной деятельности с учетом мнения всех

---

<sup>175</sup> В. Плескачевский, комитет Государственной Думы РФ по собственности «Концепция саморегулирования (общие положения)», 1 декабря 2003 года. Размещена на web-сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).



заинтересованных профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>176</sup>. Также членство в саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг должно быть добровольным, поскольку это полностью соответствует не только положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг», но и основному закону РФ – Конституции РФ.

Основная цель *создания мегарегулятора* заключается в выработке единых правил работы российских финансовых рынков, устранении фрагментарности и противоречивости регулирования финансовых рынков, выработке единой системы контроля, надзора и правоприменения на финансовых рынках, а также устранении противоречий между Центральным банком, Министерством по антимонопольной политике и ФКЦБ и другими ведомствами. Тем не менее, в настоящее время в России вопрос о создании мегарегулятора не может быть решен однозначно в связи с незрелостью финансового рынка, возможными отрицательными последствиями внедрения мегарегулирования, среди которых, в том числе, можно выделить потерю компетентности регулирования, ослабление управляемости отдельными рынками и др. Кроме того, к идее по созданию мегарегулятора следует подходить весьма осторожно в связи с тем, что, как показывает анализ практики по введению мегарегулятора, он создается либо на небольших рынках, либо на рынках, где велика доля финансовых конгломератов. В 2004 году идея мегарегулятора была реализована при создании ФСФР лишь в части осуществления контроля и надзора на финансовом рынке. При этом, как следует из анализа нормативно-правовых актов, ФСФР не наделена одной из основных функций, позволяющих существенно влиять на развитие финансовых рынков, а именно функцией нормотворчества. В силу происходящего в настоящее время организационного становления ФСФР (эффективность создания такой структуры (в том числе в контексте мегарегулирования) можно будет только по прошествии некоторого периода времени).

---

<sup>176</sup> Абрамов А.Е., Иванов К.В., Лагунов В.Я. «СРО: идеи, практика и предложения», «Право, экономика», апрель 1999г.



В целом, основываясь на анализе объективных экономических процессов и складывающейся системы правового регулирования, можно предположить, что современная модель (схема, система) корпоративного управления для современной России должна опираться на следующие ключевые компоненты:

1) высокий уровень концентрации акционерной собственности (в различных формах, включая альянсы и соглашения);

2) законодательство о компаниях (либерализация и ужесточение одновременно, в зависимости от конкретной сферы);

2) многоуровневый инфорсмент, где эффективный государственный (централизованный) инфорсмент составляет только часть (хотя и существенную) правоприменительной системы;

3) многоуровневый частный мониторинг: внутри компании (акционеры, инвесторы, аудиторы и др.), профессиональное сообщество (СРО, конкуренты, профессиональные участники рынка ценных бумаг и др.), общественный контроль (СМИ и др.).

Переход к политике «точной настройки» модели корпоративного управления, помимо обеспечения эффективности всей системы имущественных отношений, предполагает:

- эволюционное развитие корпоративного права (по мере необходимости и в зависимости от адекватного спроса - поправки в базовое законодательство, технически совершенствующие те или иные корпоративные процедуры);

- принятие актов в областях, где требуется серьезное улучшение законодательства (реорганизация, прозрачность и раскрытие информации, банкротства и др.);

- ликвидация значимых абсолютных пробелов (враждебные поглощения, корпоративные группы, бенефициарная собственность, связанные стороны, инсайд и др.);

- процессуальные вопросы (срок давности по приватизационным сделкам, иски в защиту неопределенного круга лиц, публикация решений судов, подведомственность судов, третейские суды и др.)

- стимулы для самостоятельной деятельности субъектов рынка (развитие СРО, поддержка сокращения числа псевдо-публичных компаний,



добровольность кодексов, снижение административных барьеров, ревизия нормативных актов на предмет условий для коррупции и др.).



## Библиография

Абрамов А.Е., Иванов К.В., Лагунов В.Я. СРО: идеи, практика и предложения. Право, экономика, 1999, апрель

Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003

Беккер А. В России много АО, но мало публичных компаний», интервью О. Вьюгина. Ведомости, 2004, 15 апреля

Беликов И.В., Литовченко С.Е. Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций кодекса корпоративного поведения» // Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России. М., Экономика», 2003

Бурмистрова М., Голикова В. Обзор тенденций в области корпоративного управления в России, настоящие приоритеты и планы на будущее. Круглый стол ОЭСР по вопросам корпоративного управления в России. Москва, 2-3 октября 2003 г.

Вавулин Д.А. Раскрытие информации об аффилированных лицах акционерного общества. Размещено на web-сайте [www.lin.ru](http://www.lin.ru), 07.04.2003

Волков А., Привалов А. А ну-ка, отниму! // Эксперт, 2001. № 1–2. С. 28–29

Гайдар Е. Современный экономический рост и стратегические перспективы социально-экономического развития России. М.: ИЭПП, 2003

Гуриев С., Сонин К. Богатство и рост // Эксперт, 2003. № 24. С. 40–47.

Дробышевский С., Горшунов И., Изряднова О., Ильин А., Мальгинов Г., Радыгин А., Турунцева М., Цухло С., Шкребела И. Инвестиционное поведение российских предприятий. М., ИЭПП, 2003

Козицын С. Подарок на прощание. Постановление ФКЦБ ужаснули биржевиков и НАУФОР. Ведомости», 2004, 17 марта

Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? Институт корпоративного права и управления, 2001

Кучерова О. Финансистам введут мегаорган, «Газета.RU», 12 ноября 2003 г.

Минаев С. Ограничить, ужесточить и запретить. Коммерсант Власть, 2002, 19 февраля

Миркин Я. Мегарегулятор. Рынок ценных бумаг, 2000, № 14

Миркин Я. Регулировать бесполезно? ([http://www.bkg.ru/cgi-bin/analitic\\_detail.pl?id=265](http://www.bkg.ru/cgi-bin/analitic_detail.pl?id=265))

Мошкович Б. Призрачная прозрачность или управляемая стоимость бизнеса? // Управление компанией, 2002. № 12. С. 69–72

Осипова А. Независимый директор – миф или реальность? Top-Manager, март 2003

Отчет по результатам исследования «Роль независимых членов совета директоров в управлении российскими предприятиями». М., Ассоциация менеджеров и Ассоциация по защите прав инвесторов, 2003 ([www.rid.ru](http://www.rid.ru))



Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь

Плескачевский В. Концепция саморегулирования (общие положения), 1 декабря 2003 г. ([www.sro.ru](http://www.sro.ru))

Проект Федерального закона «О государственном и муниципальном имуществе», внесенный в Минимуществом России в Правительство Российской Федерации 31 января 2003 г.

Радыгин А. Регулирование норм корпоративного управления в России и ЕС: ограничения, возможности и перспективы унификации / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003

Радыгин А., Энтов Р. Инфорсмент прав собственности и контрактных обязательств: теоретические подходы и опыт России / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. М., ИЭПП, 2001

Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М., ИЭПП, 2003

Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Турунцева М.Ю., Гонтмахер А.Е., Кузнецов Б.В. Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М., ИЭПП, РЦЭР, АНХ, CEPRA, 2002

Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Научные доклады, № 148. М.: МОНФ, 2003

Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций кодекса корпоративного поведения. М., РИД, сентябрь 2003 ([www.rid.ru](http://www.rid.ru))

Федоров О. И один в поле воин, если он независимый директор». Экономика России: XXI век, 2002, № 9

Филатов А. Независимые директора – часть корпоративного управления (российский опыт). 06.02.2004 ([www.cfbe.ru](http://www.cfbe.ru))

Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998-2002. М., Дело, 2003

Arrow K. Economic Transition: Speed and Scope. - "Journal of Institutional and Theoretical Economics" Vol. 156, 2000, pp. 9-18

Assessment Report of Corporate Governance, World Bank, 2000.

Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control. In: Constantinides G., Harris M., Stulz R., eds. Handbook of Economics of Finance. North-Holland, 2002

Behind the Corporate Veil. Using corporate entities for illicit purposes. Paris, OECD, 2001

Belev B. Institutional Investors in Bulgarian Corporate Governance Reform: Obstacles or Facilitators? Journal of World Business 38 (2003)





Berglöf E., Pajuste A. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. Annual World Bank Conference on Development Economics (1999). Washington, 2000

Błaszczyc B., Górczyński M., Kamiński T., Paczóski B. Secondary Privatization in Poland (Part II): Evolution of Ownership Structure and Performance in National Investment Funds and their Portfolio Companies, CASE Reports, 48, CASE – Center for Social and Economic Research, 2001.

Błaszczyc B., Hashi I., Radygin A. Woodward R. Corporate Governance and Ownership Structure in the Transition: The Current State of Knowledge and Where to Go from Here. Warsaw, CASE, December 2003, Studies & Analyses N 264

Boeva B., Prohaska M. Disclosure of Information and Corporate Governance of Bulgarian Public Companies. Second Meeting of the South East European Corporate Governance Roundtable. Istanbul, May 30-31, 2002.

Coase R.H. The problem of social costs. Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, N 1, pp. 1-44

Corporate Governance and Disclosure in a Transatlantic Perspective. Centre for Economic Policy Research and European Corporate Governance Network, Brussels, 1998

Corporate Governance Country Assessment. Georgia. Report on the Observance of Standards and Codes. World Bank-IMF Program, March 2002.

Corporate Governance Country Assessment. Poland. Report on the Observance of Standards and Codes. World Bank-IMF Program.

Corporate Governance Country Assessment. Republic of Croatia. Report on the Observance of Standards and Codes. World Bank-IMF Program, September 2001.

Corporate Governance in Romania. OECD Report. December, 2001.

Corporate Governance Initiative for Bulgaria – Corporate Governance Guidelines. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Corporate Governance Initiative for Bulgaria – Corporate Governance Assessment Report: 2000. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Corporate Governance Initiative for Economic Democracy in Romania. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Czech Republic: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF Country Report No. 01/113, July 2001.

Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights. - American Economic Review, Vol. 57, 1967, p. 350

Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. Credible Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. In.: The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press, 1997. P. 20–42



Fremond O., M.Capaul (2002): Corporate Governance: One Size Fits All? – [http://rru.worldbank.org/Hot\\_Topics\\_Fremond\\_Capaul.asp](http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp)

Gregory H. The globalisation of corporate governance. Weil, Gotshal and Manges LLP, 2001

Grossman S., Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. - Journal of Political Economy, 1986, 94, 691-719

Hart O. Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press. Oxford. 1995.

Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of Firm. — Journal of Political Economy. Vol. 98 (1990), pp. 1119-1158

Herc E.Č., Galogaža A. Transparency and Disclosure in Croatia – a Brief Review. Second Meeting of the South East European Corporate Governance Roundtable. Istanbul, May 30-31, 2002.

Hodzic A. Shareholder Rights during Major Corporate Events or Related Parties Transactions (Bosnia&Herzegovina). First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. – In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7-8 December 2000

Hopt K.J., H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, eds. Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research. Oxford, 1998

Insiders, Outsiders, and Good Corporate Governance in Transitional Economis: Cases of Russia and Bulgaria. Final Analytical Report by Institute for Industrial and Market Studies at HSE, Russia, Center for Comparative Studies, Bulgaria, and Timothy Frye, Ohio State University, USA. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C.

Ionita A. Functioning of Boards of Directors in Romania. Third meeting of the South Eastern Europe Corporate Governance Roundtable, Zagreb, Croatia, 21-22 November 2002.

Ivanovic P. Development of Corporate Governance under the Privatization Process in Montenegro. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Knight J., North D. Explaining the Complexity of Institutional Change. - The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economics. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, pp. 349 – 354

Kozarzewski P. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

Kozarzewski P. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.

Kupev M. Capital Market in the Republic of Macedonia and Shareholders' rights. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1997): Law and Finance. HIID, 1997, Development Discussion Paper № 576



Libecap G. Comments // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 29–35

Lin J.Y., Nugent J.B. Institutions and economic development. - In: Handbook of Development Economics, 1995, Vol. III, ch. 38, p. 2307

McMenar Q. Note of the Sampling Error of the Difference Between Correlated Proportions or Percentages, *Psychometrika*, 1947, 12, pp. 153-157

Meagher P. Changing Hands: Governance and Transformation in Hungary Financial Sector/ Review of Central and East European Law 2000-3 No.1. Kluwer Law International, 2003.

Mema F. Special Panel on the State as Shareholder and Corporate Governance Agent: Some of Albanian Problems. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Mesnard M. A comparative overview of the corporate governance framework in South East Europe. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20- 21 September 2001.

Mill, John Stuart. Principles of Political Economy. Ed. by. W. Ashley. New York: A. M. Keller Publishers, 1965 [1848]. Book II

Mygind N., Demina N., Gregoric A. Corporate Governance Cycles During Transition: A Comparison of Russia and Slovenia. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C.

North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 11–23

Poland. Corporate Governance Assessment And ROSC Module. World Bank Group, 1999.

Posner R. Social Norms and the Law: an Economic Approach // American Economic Review, 1997. Vol. 87

Rapaczynski A. The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights - Journal of Economic Perspectives, 1996, pp. 87-103

Stiglitz J.E. Globalization and Its Discontents. NY, London, 2002, ch. 5

Tchipev P. Enforcement of Disclosure Requirements: The Bulgarian Case. Second Meeting of the South East European Corporate Governance Roundtable. Istanbul, May 30-31, 2002.

Tchipev P., Ownership Structure and Corporate Control in Bulgaria, presented at the First Meeting on the South East Europe Corporate Governance Roundtable, Romania, 20-21 September 2001.

The Republic of Latvia: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes. IMF Country Report No. 02/67, March 2002.

Tirole J. Corporate Governance. CEPR Discussion Paper № 2086. London, 1999

Transition Report 1997. Enterprise performance and growth. EBRD, 1997.

Transition Report 1998. Financial sector in transition. EBRD, 1998.

Transition Report 1999. Ten years of Transition. EBRD, 1999.

Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000.

Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001.



Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002.

Transition Report 2003. Integration and Regional Cooperation. EBRD, 2003.

Weingast B. Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 286–311

Williamson O. The Evolving Science of Organization // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 36–63



## Приложения

### Приложение 1. Развитость законодательства и правоприменительной практики в странах с переходной экономикой

*Таблица 1.*

*Оценка коммерческого законодательства в странах ЦВЕ и СНГ по состоянию на 2002 год*

Страна	2002			2001			2000		
	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)
Азербайджан	2	2+	2	2+	3	2	3-	3	2
Албания	3	3	3	2+	2+	2	2+	3+	2-
Армения	3+	3+	3+	2+	3-	2	3	4-	2
Беларусь	3	3+	2	3	3	3	1+	1	2+
Болгария	4-	4-	4	4-	4	4-	4-	4	4-
Босния и Герцеговина	3	3	3	2-	1+	2	2+	3	1
Венгрия	4-	4-	4-	4-	4-	4-	4-	4	4-
Грузия	3-	3-	3-	3	3	3	2	3	2
Казахстан	4-	4-	4-	4	4	4	4-	4	4-
Киргизия	3+	3+	3+	Н\д	Н\д	Н\д	3	3+	3
Латвия	3+	4-	3+	4-	4-	4	4-	4	4-
Литва	4-	4-	4-	4-	4-	4-	4-	4	3+
Македония	3+	3+	4-	4-	3+	4-	3	3+	2+
Молдова	4-	4-	4-	4-	3+	4-	3	3	2
Польша	3+	3+	4-	3+	4-	3	4-	4-	4
Россия	3+	3	4-	3+	3	4-	3+	4-	3
Румыния	4-	4-	4	4	4	4	4-	3+	4-
Словакия	3+	3	3+	3+	3+	3+	3	3	3
Словения	3+	3+	4-	4-	4-	4	4-	4	4-
Таджикистан	1+	2-	1	2	2	2	2-	2	2-
Туркмения	Н\д	Н\д	Н\д	2+	2	3	Н\д	Н\д	Н\д
Узбекистан	3-	2+	2+	3	3	3	3-	3	2+
Украина	3	3	3	3	3+	3	3	3+	2
Хорватия	3+	3+	3+	4-	4-	4-	4-	4	3+
Чехия	4-	4-	4-	3	3	3	3+	3	3+
Эстония	4-	4-	4	4-	3+	4	4-	4-	3+
Югославия	3	3	3	3+	3+	3	Н\д	Н\д	Н\д

*Источник:* Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002, p. 38. Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.34.



ЕБРР дает оценку коммерческому законодательству по двум критериям: количественному (охват) и качественному (эффективность), а также выводит общую оценку как среднюю от первых двух.

Классификация стран с переходной экономикой по степени развитости коммерческого права

Охват

1. Правовые нормы в сфере корпоративного законодательства, регулирования банкротств и залогов очень ограничены. Законы налагают существенные ограничения на операции с движимым имуществом и активами, издержки на нотариальное оформление залоговых сделок высоки. Корпоративное законодательство не гарантирует эффективного управления компаниями или не защищает права акционеров. Законы, регулирующие банкротство, не дают ясного определения неплатежеспособного должника, не устанавливают четкий порядок процедуры банкротства, а также очередь, в которой удовлетворяются требования кредиторов. Законодательство в этой сфере в целом не подверглось исправлениям, приближающим его к стандартам, существующим в развитых странах, либо внесенные в законодательство изменения не устранили содержащиеся в нем непоследовательность или двусмысленность.

2. Правовые нормы в сфере корпоративного законодательства, регулирования банкротств и залогов ограничены и подвержены противоречивым интерпретациям. Внесенные в законодательство изменения не приближают его к стандартам, принятым в развитых странах. Не достаточно четко регулируются сделки с движимым имуществом. Издержки на нотариальное оформление залоговых сделок высоки. Корпоративное законодательство не гарантирует эффективного управления компаниями или не защищает права акционеров. Правовые нормы непоследовательны и двусмысленны, в частности в отношении процедуры банкротства.

3. Недавно (т.е. в течение последних пяти лет) были введены в действие новые или исправленные правовые нормы, касающиеся как минимум двух из трех сфер коммерческого права. Тем не менее, дальнейшая работа над законодательством могла бы оказаться полезной. Правовые нормы позволяют осуществлять залоговые операции по большинству видов движимого имущества, но в то же время не обеспечивают достаточной защиты права сторон в сделке. Есть возможности для принудительного осуществления залогов без решения суда. Корпоративное законодательство содержит ограниченные условия для общего управления и защиты прав акционеров. Законы о банкротстве позволяют осуществлять реорганизацию, а также ликвидацию компании, но недостаточно хорошо защищают права кредиторов.

4. По крайней мере, в двух из трех вышеперечисленных сфер существует разносторонне развитое законодательство. Существуют возможности взять несобственнический залог по большинству видов движимого имущества, имеются механизмы для осуществления залогов без помощи суда. Корпоративное законодательство позволяет эффективно осуществлять общее управление компанией, права акционеров защищены. Обязанности управляющих определены достаточно четко. Законы о банкротстве содержат подробное описание процесса реорганизации и ликвидации компаний. Тем не менее, существуют резервы для дальнейшего развития законодательства в сторону его приближения к стандартам, принятым в развитых странах.

4+. Развитое законодательство существует во всех трех



вышеперечисленных сферах коммерческого права. Правовые нормы близки к действующим в развитых странах

Эффективность

1. Правовые нормы являются нечеткими, иногда противоречивыми. Административное и судебное применение законов является рудиментарными. Издержки по сделкам типа создания залога по движимому активу являются запретительными. По сути, законы невозможно применять. В частности, для кредиторов почти невозможно начать процедуру банкротства

2. Нормы права в основном неясны, иногда противоречивы. Мало либо вообще отсутствуют механизмы, позволяющие законам работать.

3. Правовые нормы ясны, однако их административная и судебная поддержка неадекватна или непоследовательна, что создает определенную неопределенность.

4. Коммерческое право ясно, его административная и судебная поддержка адекватна. Существуют специализированные суды, административные органы или независимые организации для ликвидации неплатежеспособных компаний, регистрации публично торгуемых акций или регистрации залогов.

4+. Коммерческое право развито и понятно. Законы имеют хорошую административную и судебную поддержку. Специализированные суды функционируют эффективно, также как и процедура ликвидации компаний и регистрации акций.

Совокупная оценка

Является средней от индикаторов охвата и эффективности. Знак «+» используется для стран, в которых недавно были приняты шаги для перехода в более высокую категорию. Знак «-» - для стран,двигающихся в обратном направлении<sup>177</sup>.

ЕБРР также дает оценку правоприменения в странах с переходной экономикой (см. Таблицу 2). Оценки в Таблице выставлены по трехбалльной шкале, причем 1 означает отсутствие данной проблемы, 2 – относительно несущественную проблему, 3 – острую проблему.

Таблица 2

Оценка факторов, характеризующих правоприменение в странах с переходной экономикой (Qualifying factors in the enforcement process)

	Процесс						Область действия (scope)					
	Препятствия со стороны должника	Привилегированные кредиторы	Контроль со стороны кредиторов	Практический опыт	Коррупция	Институты	Обеспечение	Процедура банкротства	Классификация кредиторов при банкротстве	Инвентаризация	Недвижимость	Дебиторская задолженность
Албания	1	2	1	3	3	3	2	1	2	1	3	1
Армения	3	3	2	2	3	2	1	2	3	2	2	2
Азербайджан	2	3	3	3	3	3	3	2	2	3	3	3
Беларусь	2	3	2	1	2	2	2	2	3	1	3	2
Босния и												

<sup>177</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p. 35.



Герценовина	3	3	3	1	2	3	3	2	2	3	3	3
Болгария	3	2	2	1	3	2	2	1	1	2	2	1
Хорватия	2	1	1	2	1	2	3	2	1	3	2	2
Чехия	1	1	3	2	1	1	3	3	3	3	2	1
Эстония	2	1	2	2	1	1	2	2	3	2	2	2
Македония	1	2	2	3	3	2	1	1	1	1	1	1
Грузия	2	3	2	3	3	3	3	1	3	3	3	3
Венгрия	1	2	1	2	1	1	1	3	3	1	1	1
Казахстан	3	1	2	2	3	3	2	2	2	1	1	2
Киргизия	3	1	2	3	3	2	1	1	1	1	2	2
Латвия	1	1	1	1	2	2	1	2	1	1	2	2
Литва	1	1	1	1	1	1	2	2	1	1	1	1
Молдова	1	2	1	3	3	3	1	2	2	1	1	2
Польша	3	2	3	2	1	3	1	1	1	1	2	1
Румыния	1	2	2	2	2	2	1	1	3	1	2	1
Россия	3	2	2	2	1	1	3	2	2	2	2	2
Сербия и Черногория	3	1	3	1	2	3	3	2	1	3	3	1
Словакия	2	1	1	3	1	2	1	3	3	1	1	1
Словения	3	3	1	2	1	3	3	2	3	2	3	2
Туркмения	2	3	3	2	-	-	1	2	3	2	2	3
Украина	3	1	3	1	3	2	2	3	1	1	2	2
Узбекистан	3	3	2	3	3	3	1	2	3	1	3	1

**Источник:** Transition Report 2003. Integration and Regional Cooperation. EBRD, 2003, p.40.

**Примечание:** Данные по Таджикистану отсутствуют. Данные по Сербии и Черногории даны только по Сербии (без учета Косова).

**Определения, использованные в Таблице:**

**Препятствия со стороны должника (debtor obstruction):** Возможность должника предотвратить, замедлить или воспрепятствовать судебному разбирательству в ущерб лицу, предъявившему требование (chargeholder). Предусмотренные законом права должника на защиту своих интересов при выставлении оценки не учитывались.

**Привилегированные кредиторы (preferential creditors):** возможность кредиторов (кроме имеющих преимущественные, имеющие обеспечение, требования (prior-ranking secured claims)) повлиять на удовлетворение требований кредиторов, имеющих обеспечение.

**Контроль со стороны кредиторов (creditor control):** Возможность кредиторов контролировать или влиять на ход процедуры правоприменения (conduct of the enforcement procedure).

**Практический опыт (practical experience):** общий уровень имеющегося в данной стране практического опыта правоприменения.

**Коррупция:** влияние коррупции в судебных органах на процесс правоприменения.

**Институты:** надежность судов и других институтов с точки зрения надлежащей поддержки процесса правоприменения

**Обеспечение (scope of collateral):** возможность препятствовать (enforce against) изменениям и включению в общий перечень обеспечения (general description of the collateral) позднее приобретенных активов.

**Процедура банкротства (insolvency procedure):** Влияние несостоятельности должника на процесс правоприменения.





Классификация кредиторов при банкротстве (insolvency ranking): Приоритетность требований кредиторов, имеющих обеспечение, при банкротстве должника.

Инвентаризация (inventory): оценка простоты и достоверности процесса правоприменения в отношении инвентаризации (an assessment of the simplicity and certainty of the enforcement process for a charge over inventory).

Недвижимость (immovables): оценка простоты и достоверности процесса правоприменения в отношении недвижимости.

Дебиторская задолженность (receivables): оценка простоты и достоверности процесса правоприменения в отношении дебиторской задолженности.

*Таблица 3.*

*Оценка финансового законодательства в странах ЦВЕ и СНГ по состоянию на 2002 год*

Страна	2002			2001			2000		
	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)	Всего	Количество (охват)	Качество (эффективность)
Азербайджан	1	1	1	2	2+	2	2	2	2-
Албания	1+	2	1	2-	2	2-	2-	2	1
Армения	3-	3+	2	3	3+	3	2+	2	3
Беларусь	2	2	2	3-	3-	2+	2+	2+	2
Болгария	3	3	3	3	3	3	3-	3	2+
Босния и Герцеговина	1	1	1	1+	1+	1	1	1	1
Венгрия	3+	3+	4-	4-	4-	4-	4	4	4
Грузия	2+	3+	2	3-	3	2+	3-	3+	2
Казахстан	3-	3	3-	3+	4	3	3	3	3-
Киргизия	2-	2	1	Н/д	Н/д	Н/д	3	3+	3-
Латвия	4-	4	4-	3	3	3	3	3	3
Литва	3+	4-	3	3+	3+	4-	4-	4	4-
Македония	3-	3-	3-	3	3+	2	2+	3	2-
Молдова	3	4-	3-	3+	4	3	2	3-	2-
Польша	3+	4-	3+	3+	4	3	4	4	4
Россия	3-	3-	3-	3-	3-	2+	3	3	3-
Румыния	3+	4-	3	3+	4	3	3+	4	3
Словакия	3-	3	2+	3	3	3	3	3	3-
Словения	3	3+	3	4-	4	4-	4	4	4
Таджикистан	3	3+	2-	2	2	2-	2	2	1
Туркмения	Н/д	Н/д	Н/д	1	1	1	Н/д	Н/д	Н/д
Узбекистан	2-	2	2-	2+	3-	2	2	2	2-
Украина	2+	3	2	2+	2+	2+	3-	3	2+
Хорватия	2	3	2-	3	3	3	3	3+	3-
Чехия	3	3+	3	3	3+	3	3+	4	3-
Эстония	4-	4	3+	4-	4	3+	3+	4	3-
Югославия	2-	2	2-	3	3+	2	Н/д	Н/д	Н/д

*Источник:* Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002, p. 40. Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.38.

**Классификация стран с переходной экономикой по степени развитости финансовых регуляторов**

**Охват**

1. Нормы права в сфере регулирования банков и ценных бумаг очень ограничены. В частности, не существуют стандарты достаточности капитала и ограничения на кредитование аффилированных лиц в банковском секторе. Законодательство может не регулировать функционирование фондовых бирж, а инфраструктура рынков ссудного капитала находится на самой ранней стадии развития.

2. Правовые нормы в сфере регулирования финансовых рынков развиты слабо. Возможно, в нормативные акты и вносились изменения с целью приблизить их к международным стандартам, однако как минимум одна из важнейших областей регулирования остается крайне несовершенной – например, достаточность капитала, применение международных стандартов бухгалтерского учета и др. Контроль за рынком ценных бумаг ограничен – например, может не существовать (или существовать в рудиментарном виде) регулирования посреднической деятельности или деятельности инвестиционных фондов на этом рынке.

3. Законодательство на финансовых рынках является всесторонне развитым, однако было бы полезно продолжать его развивать. Регулирование банковской деятельности вполне соответствует Основным принципам Базельского комитета по банковскому контролю. Тем не менее, может еще не существовать регулирования несостоятельности банков и защиты вкладов. Все еще необходима дальнейшая работа над развитием регулирования посреднической деятельности на рынке ценных бумаг, инвестиционных фондов, создания реестров акционеров и т.д. – с целью приближения его к международным стандартам.

4. Законодательство на финансовых рынках является всесторонним и соответствует минимальным международным стандартам. Тем не менее, необходима дальнейшая работа по крайней мере по одному из важнейших направлений в регулировании банковской системы и рынка ценных бумаг. Например, часто нуждается в доработке законодательство, посвященное борьбе с отмыванием денег и несостоятельности банков.

4+. Функционирование банковской системы и рынков капитала регулируется всесторонне и в соответствии с минимальными международными стандартами.

**Эффективность**

1. Нормы права по управлению финансовыми рыками являются нечеткими и противоречивыми. Законы выполняются плохо, контролирующие механизмы не существуют вовсе или малоэффективны. Судя по всему, нормальная работа существующих законов невозможна.

2. Нормы права являются в определенной мере неясными и иногда противоречивыми. Контроль за деятельностью финансовых учреждений осуществляется не на постоянной основе, а от случая к случаю. Процедур для претворения в жизнь предписаний законов немного или нет вовсе. Возможно также не хватает квалифицированного персонала, регулирующего деятельность банковской системы и финансовых рынков.



3. Хотя правовые нормы в области управления финансовыми рынками являются четкими и ясными, претворение законов в жизнь и контроль за их исполнением могут быть непоследовательным и противоречивыми, создавая неопределенность. По-прежнему существуют определенные проблемы, требующие решения.

4. Правовые нормы по регулированию финансовых рынков работают успешно. Законодательство в сфере банковской системы и рынков ценных бумаг хорошо поддерживается как административно, так и в судебном порядке. В частности, эффективно применяются меры в сфере несостоятельности финансовых учреждений и незаконной рыночной деятельности. Контроль за посреднической деятельностью эффективен, однако еще возможно более систематическое и строгое применение законодательства. Суды имеют необходимые полномочия для принятия решений в сфере банковской деятельности и обращения ценных бумаг.

4+. Регулирующие органы обладают всеми необходимыми полномочиями для полноценного контроля над деятельностью финансовых и банковских учреждений. Лицензирование посреднической деятельности на рынке ценных бумаг используется как корректирующий механизм эффективно, в том числе в виде аннулирования банковских лицензий и ликвидации несостоятельных банков.

Совокупная оценка

Является средней от индикаторов охвата и эффективности. Знак «+» используется для стран, в которых недавно были приняты шаги для перехода в более высокую категорию. Знак «-» - для стран,двигающихся в обратном направлении<sup>178</sup>.

---

<sup>178</sup> Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001, p.39.



## Приложение 2. Некоторые характеристики фондовых рынков стран с переходной экономикой

*Таблица 1*

*Число ценных бумаг, имеющих листинг, все рынки (официальные и свободные)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Болгария	16	26	15	15	998	828	506	392
Венгрия	40	42	45	49	55	66	60	56
Латвия	0	17	34	51	68	67	63	63
Литва	183	351	460	667	1365	1250	1188	902
Польша	44	65	83	143	198	221	225	230
Россия	72	170	73	208	237	207	249	-
Румыния (BSE)	0	9	17	75	126	127	114	65
Румыния (BSE и NASDAQ)	0	9	17	5542	6072	5643	5496	5149
Словакия	521	850	970	918	833	830	866	888
Словения	-	-	-	85	92	134	154	156
Украина	-	-	-	-	125	125	139	-
Чехия	1028	1716	1670	320	304	195	151	102
Эстония	0	0	19	31	29	24	21	17

*Таблица 2*

*Капитализация фондового рынка (включая свободный рынок) в конце периода, в млн. USD*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Болгария	61	7	2	992	706	617	-
Венгрия	2399	5237	14975	14028	16433	11926	10210
Латвия	10	151	337	688	880	590	687
Литва	380	1253	2173	2959	3177	3052	2626
Польша	4564	8390	12135	20461	29882	31399	25933
Россия	15863	37230	128207	20598	72205	38922	-
Румыния (BSE)	100	61	632	357	317	336	1228
Румыния (BSE и NASDAQ)	100	61	2137	1152	1313	1172	2301
Словакия	5354	5770	5292	4117	3568	3268	3458
Словения	312	891	1625	2450	2880	3101	3387
Украина	-	-	3667	570	1121	1881	-
Чехия	9186	14248	12786	12045	12956	11391	9191
Эстония	-	728	1139	492	1795	1733	1473

*Таблица 3*

*Соотношение капитализации фондового рынка и ВВП, на конец периода*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Среднее в 1998-2000
Болгария	0,47	0,07	0,02	7,79	5,45	4,90	-	6,05
Венгрия	5,37	11,67	32,79	29,82	34,22	25,62	19,67	29,89



Латвия	0,22	2,94	5,98	11,30	13,21	8,25	9,10	10,92
Литва	6,31	15,88	22,67	27,53	29,79	27,04	21,90	28,12
Польша	3,59	5,83	8,42	12,85	19,27	19,92	14,71	17,35
Россия	4,69	8,89	29,41	7,29	37,29	14,99	-	19,86
Румыния (BSE)	0,28	0,17	1,79	0,85	0,89	0,99	3,09	0,91
Румыния (BSE и NASDAQ)	0,28	0,17	6,06	2,74	3,69	3,18	5,79	3,20
Словакия	27,96	28,13	25,11	18,72	17,66	16,60	16,90	17,66
Словения*	1,66	4,72	8,93	12,51	14,35	17,11	18,11	14,66
Украина	-	-	7,31	1,36	3,64	6,02	-	3,67
Чехия	17,65	24,68	24,17	21,16	23,57	22,17	16,20	22,30
Эстония	-	16,68	24,64	9,40	34,50	33,19	26,62	25,70

*Источник:* E.Berglöf, A.Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

\* Капитализация Люблянской фондовой биржи в 2002 году возросла до 23% ВВП, что составило самый высокий показатель среди всех стран Восточной Европы <sup>179</sup>.

<sup>179</sup> Mygind N., Demina N., Gregoric A. Corporate Governance Cycles During Transition: A Comparison of Russia and Slovenia. Forum II Corporate Governance in Transition Economies: Restructuring, Ownership, and Control. February 20, 2004, Washington, D.C., p.13.

### Приложение 3. Правовые рекомендации в области совершенствования корпоративного управления

1. Наиболее существенные акты, принятые Государственной Думой 2000-2003 гг. в сфере защиты прав собственности

Акт	Суть	Плюсы	Минусы
Изменения и дополнения в ФЗ «Об акционерных обществах» (№ 120-ФЗ от 07.08.2001, № 31-ФЗ от 21.03.2002, № 134-ФЗ от 31.10.2002)  (также см. изменения в ст. 5 и 20 в ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (№ 162-ФЗ от 09.12.2002))	Запрещены выпуски акций («размывание» акционерного капитала) в пользу части акционеров, ограничена принудительная консолидация (укрупнение номинала) акций как способ вытеснения мелких акционеров, введена пропорциональность осуществления прав акционеров при реорганизации (выделении) обществ, уточнены процедуры управления обществом и др.	Запрещен целый ряд широко распространенных способов дискриминации прав акционеров	Поправки опоздали на несколько лет, ряд важнейших вопросов не решен (детализация правил поглощений, четкая регламентация дробных акций, крупных сделок, сделок с заинтересованностью и др.)
Изменения и дополнения в ФЗ «О рынке ценных бумаг» (№ 185-ФЗ от 28.12.2002)	Новые требования к составу раскрываемой эмитентами информации, упрощены процедуры регистрации выпусков ценных бумаг закрытых акционерных обществ, введена ответственность за манипулирование ценами, установлено понятие опциона и др.	Частичное закрытие «белых пятен» законодательства	Неоправданно (в том числе с усилением конфликта интересов) расширены полномочия регулирующего органа, введены принудительные услуги финансовых консультантов
Новая редакция закона «О несостоятельности (банкротстве)» № 127-ФЗ от 26 октября 2002 г.	Усилена защита прав кредиторов (прежде всего государства), расширен круг прав добросовестных собственников предприятия - должника в процедурах банкротства, изменен	Поставлены определенные барьеры для использования механизмов банкротства для враждебных поглощений	В принятой модели сохраняются условия для коррупции и перехвата собственности в модифицированном виде



	статус арбитражного управляющего и госорганов, введение новой процедуры - финансового оздоровления		
Закон «Об инвестиционных фондах» (№ 156-ФЗ от 29.11.2001)	Установлены законодательные основы деятельности акционерных и паевых инвестиционных фондов, их управляющих компаний, специализированных депозитариев, включая меры защиты прав инвесторов		Необходимо развитие правил доверительного управления закрытыми, открытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами.
Закон «О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21 декабря 2001 г. N 178-ФЗ, вступивший в силу 26 апреля 2002 года	Обновление инструментария, позволяющее осуществить сброс миноритарных пакетов и неликвидов. Большая гибкость в разработке конкретных программ	Правовые основания для реализации Концепции управления федеральным имуществом (2003 г.) в части сброса объективно неуправляемых массивов собственности	Ближайшие 2-3 года должны показать, насколько эффективным будет потенциал нового закона. Необходимо также принятие закона «О государственном и муниципальном имуществе»
Закон «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» № 161-ФЗ от 14 ноября 2002 г.	Существенное повышение уровня защиты интересов государства как собственника	Должен стать стимулом для отказа от организационно-правовой формы унитарного предприятия	Опоздание на 10 лет (вопрос обсуждался с 1993 года, уже в Гражданском кодексе 1995 года имелась отсылка на этот закон).
Изменения в Уголовный кодекс РФ (2001)	Нормы о привлечении руководителей акционерных обществ к уголовной ответственности за нарушения в области защиты прав и интересов инвесторов (за злоупотребления при эмиссии ценных бумаг - недостоверная информация или уклонение от ее предоставления, размещение эмиссионных ценных бумаг без регистрации выпуска и др.)	Установление уголовной ответственности за указанные злоупотребления имеет концептуальное значение с точки зрения российского права в целом.	
Новый Кодекс РФ об административных правонарушениях (30 декабря 2001 года)	Включены положения относительно ответственности в области		Отсутствуют прозрачные меры против произвола должностных лиц при



	корпоративного управления и рынка ценных бумаг		определении санкций за правонарушения,
С 1 сентября 2002 года вступил в действие <b>Арбитражный Процессуальный кодекс РФ</b> , с 1 февраля 2003 года - <b>Гражданский Процессуальный кодекс РФ</b>	Устранение дуализма в рассмотрении корпоративных споров (арбитражные суды и суды общей юрисдикции)		Не решена окончательно коллизия компетенции судов в сфере корпоративного права в целом и в сфере защиты прав акционеров, в частности. Необходимо внесение соответствующих изменений в АПК



2. Значимые проекты в сфере защиты прав собственности и корпоративного управления, не принятые Государственной Думой в 2000-2003 гг., актуальность которых крайне высока.

Проект	Суть
Проект ФЗ «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций»	Достижение трех основных задач – детализация и упорядочивание норм, прозрачность и дешевизна процесса, баланс интересов собственников и кредиторов. Создание механизмов защиты имущественных прав акционеров при реорганизации и ликвидации организаций
Специальная глава о поглощениях в ФЗ «Об акционерных обществах» или ФЗ «О корпоративных поглощениях»	Детальное регулирование в данной сфере, ограничение практики поглощений с использованием «административного ресурса»
Проект ФЗ “Об аффилированных лицах”	Необходим для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с участием аффилированных лиц
Проект ФЗ “Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации” («Об инсайдерских сделках»)	Необходим в целях установления ответственности лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах (с получением незаконного дохода) или передавших такую информацию для совершения сделок третьими лицами. Введение запрета на совершение сделок с ценными бумагами с использованием внутренней информации, ответственности за нарушение запрета.
Проект ФЗ «Об урегулировании отношений, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг, осуществленным без государственной регистрации ценных бумаг или государственной регистрации их выпуска» (проект Мособлдумы 2001 г. или аналогичный).	Решение проблемы массового (до ¾ обществ) незарегистрированного первичного выпуска ценных бумаг (прежде всего при приватизации). Согласно Гражданскому кодексу РФ, сделки с акциями незарегистрированных выпусков признаются ничтожными с момента совершения (соответственно, могут быть оспорены и решения органов управления АО).
Изменения и дополнения в ФЗ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»	Либерализация неэффективных ограничений на экономическую концентрацию (в терминах антимонопольного законодательства) – увеличение порога для уведомительного оформления слияний и поглощений
Изменения и дополнения в ФЗ «О рынке ценных бумаг»	Детализация норм и усиление защиты прав собственности при осуществлении регистраторской и депозитарной деятельности, уточнение прав надзорного - «федерального исполнительного органа»
Проект ФЗ «О доверительном управлении» (с возможными поправками в Гражданский кодекс РФ)	Детализация и уточнение норм Гражданского кодекса РФ в сфере доверительного управления, концептуальное сближение



	понятий «доверительное управление» и «траст» (доверительная собственность)), в частности для целей мониторинга бенефициарной собственности
Проект ФЗ «О саморегулируемых организациях»	Законодательное оформление роли и статуса саморегулируемых организаций, постепенная передача СРО ряда функций надзорных органов
Проекты ФЗ «О внесении изменений и дополнений в ГК РФ в части сокращения срока исковой давности по приватизационным сделкам» и «О внесении изменений и дополнений в Уголовный кодекс Российской Федерации» (изменение срока давности по преступлениям против государства в части приватизационных сделок)	Снижение срока исковой давности по приватизационным сделкам. Гражданский кодекс РФ и действующий закон о приватизации не устанавливают специального срока исковой давности по применению последствий недействительности ничтожных приватизационных сделок. Соответственно, действует общий срок исковой давности, установленный в ст. 181 Гражданского Кодекса РФ для применения последствий недействительности ничтожных сделок – 10 лет.
Проект ФЗ «О национализации в РФ»	Снятие риска конфискационной национализации и улучшение ситуации в сфере защиты прав собственности. Должны быть описаны процедуры защиты интересов добросовестных приобретателей (инвесторов), установление принципа абсолютной компенсации потерь добросовестного приобретателя
Проект ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Гражданский процессуальный кодекс РФ»	Усиление ответственности судей, урегулирование вопросов внешнего и внутрисудебного надзора за действиями судей, судебная регламентация случаев и процедуры возмещения вреда, причиненного действиями судьи в ходе осуществления гражданского судопроизводства, регламентация обеспечительных мер
Проект ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Арбитражный процессуальный кодекс РФ»	Уточнение подведомственности корпоративных споров, четкое определение понятий «экономические споры» и «экономическая деятельность», регламентация случаев и процедуры возмещения вреда, причиненного действиями арбитражного судьи, регламентация обеспечительных мер

### 3. Основные рекомендации по улучшению ситуации в сфере корпоративного управления

Проблема	Действующее законодательство	Меры по улучшению ситуации
Равные требования (стандарты) в отношении процедур управления и прозрачности публичных и	Гражданский кодекс РФ, законы «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О рынке ценных бумаг», акты ФКЦБ РФ	- внедрение высоких стандартов корпоративного управления для крупных АО при снижении нормативных требований к закрытым частным компаниям, не ориентированным на привлечение инвестиций на фондовом рынке (ЗАО и



<p>фактически закрытых компаний, компаний разного размера (по числу акционеров и др.)</p>		<p>ООО)                  - меры по оптимизации требований к эмитентам ценных бумаг, устанавливаемых государством, упорядочение и сокращение числа документов для регистрации эмиссионных ценных бумаг (в т.ч. целях снижения количества корпоративных конфликтов, связанных с владением ценными бумагами и оспариванием их выпусков)</p>
<p>Недостаточные гарантии прав собственности в реестре компании</p>	<p>Закон “О рынке ценных бумаг”, акты ФКЦБ РФ</p>	<p>- разработка стандартных условий контрактов с реестродержателями                  - выбор реестродержателя и условий контракта с ним должны утверждаться годовым собранием акционеров                  - внесение в Уголовный кодекс РФ норм об ответственности за действия реестродержателей и их сотрудников (мошенничество, манипуляции, непредоставление информации, участие в инсайдерских сделках, манипулирование реестром эмитентов);                  - открытие данных реестра (за исключением адресов физических лиц) для всех акционеров в силу фактического отсутствия конфиденциальности этих данных;                  - детальное законодательное определение круга обязанностей и ответственности реестродержателей, должностных лиц и сотрудников;                  - обеспечение прозрачности цепочки номинальных держателей;                  - введение ограничений на участие в уставном капитале регистратора для любого акционера и одновременно с ним - запрещения акционерам регистратора владеть пакетом акций эмитента, чей реестр ведет данный регистратор, в размере, превышающем эти ограничения;                  - повышение требований к собственному капиталу регистраторов и структуре их баланса с тем, чтобы обеспечить регистратору возможность повысить уровень своей ответственности за ошибки перед третьими лицами и обеспечить регистратору возможность страхования своей финансовой ответственности.</p>
<p>В сфере депозитарной деятельности существует немало нарушений (операции по счетам депо клиентов без соответствующих поручений, возможности несанкционированного доступа и утраты баз данных и др.), что требует совершенствования деятельности по</p>	<p>Закон “О рынке ценных бумаг”, акты ФКЦБ РФ</p>	<p>Необходимы модификация положений депозитарного договора, которая усилит ответственность депозитария, порядка зачисления и списания ценных бумаг на счетах депо. Следует определить исчерпывающий перечень лиц, имеющих право на доступ к информации, имеющейся у депозитариев. Необходимо создание Центрального депозитария и/или нескольких взаимосвязанных депозитарных структур, которые должны обеспечивать защиту прав инвесторов на ценные бумаги, включая государство как собственника</p>



оказанию данного вида услуг.		ценных бумаг. Целесообразно также дальнейшее законодательное развитие механизмов добровольного и обязательного страхования ответственности депозитариев и регистраторов.
“Размывание” долей путем выпуска акций	Закон “Об акционерных обществах” Закон “О защите прав и законных интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	- детализация правового регулирования института дробных акций, особенно вопросов преимущественного выкупа акций и по вопросам правовой регламентации прав акционеров
Нарушение процедур проведения собрания акционеров	Закон “Об акционерных обществах”	- законодательное урегулирование неясных вопросов (установить четкий перечень существенных нарушений, допущенных при проведении и подготовки к проведению общего собрания акционеров, которые должны являться основанием для признания судом решений общего собрания акционеров недействительными в любом случае) - устранение противоречивости сроков осуществления различных процедур при подготовке и проведении собрания
Передача права голоса руководству компании в случаях АДР или ГДР	Акты ФКЦБ РФ	Защита интересов владельцев депозитарных расписок на акции российских компаний (предоставление им такого же объема прав, что и у прямых владельцев, запрет на передачу права голоса по депозитарным распискам членам органов управления эмитента).
Нарушения при реорганизации и консолидации компаний	Закон “Об акционерных обществах”	- расширение способов реорганизации с соответствующими поправками в ГК РФ, закон “Об акционерных обществах” и др. - помимо реализованного требования о сохранении структуры собственности при реорганизации, необходимость системы мер по защите интересов кредиторов - введение требования о привлечении независимого оценщика - улучшение раскрытия информации
Нарушения требований раскрытия информации	Закон “Об акционерных обществах”, закон “О рынке ценных бумаг”, закон “О защите прав и законных интересов инвесторов”, Стандарты ФКЦБ	- совершенствование законодательства по раскрытию информации - возврат к прежней норме о предоставлении информации акционерам, имеющим свыше 10 % акций (в новой версии закона об АО – 25 %) - запрет практики асимметричного предоставления информации некоторым привилегированным сторонам и использования в корыстных целях существенно важной и закрытой информацией. - введение международных стандартов бухгалтерского учета - развитие механизмов привлечения к уголовной ответственности за нарушения требований законодательства в области раскрытия информации
Непрозрачная структура собственности и контроля (раскрытие	Значительное число актов, часто содержащих противоречивые требования. Некоторые акты	1) последовательность и непротиворечивость правовой базы установление процедур и разделения



<p>структуры собственности и контроля необходимо для решения проблем возможных злоупотреблений, связанных со сделками с заинтересованными лицами, включая использование оффшорных и трастовых структур, контролируемых менеджментом или контролирующими акционерами.</p>	<p>исходят из процентной доли участия в разрешенном к выпуску капитале, другие учитывают процент голосов. В некоторых правовых актах учитывается также не прямой контроль через номинальных владельцев. Наконец, в соответствии с действующими правилами, нет обязательного требования раскрывать даже официальные соглашения между акционерами.</p>	<p>ответственности между всеми сторонами (акционерами, эмитентами, реестродержателями, доверительными управляющими и ФКЦБ);                  2) фиксация в законодательстве нормы о том, что предоставление информации об изменениях в собственности компании фондовой бирже и в целом общественности является ответственностью акционеров, как отечественных, так и иностранных;                  3) правовые нормы, касающиеся раскрытия информации, должны однозначно рассмотреть (включая санкции) случаи согласованных действий сторон и случаи с участием сторон, находящихся «де-факто» или «де-юре» под контролем других заинтересованных лиц.                  4) обязанность по раскрытию своего участия в собственности должна распространяться и на собственность, зарегистрированную через номинальных владельцев. Финансовые институты, получившие право на ведение счетов номинальных владельцев, и реестродержатели должны также нести ответственность за несоблюдение требований по раскрытию информации.                  5) законом должны быть предусмотрены адекватные и понятные уголовные и гражданские санкции за непредоставление сведений о значительных изменениях в собственности. Эти санкции должны распространяться на акционеров, эмитентов, реестродержателей и на организации ответственного хранения.                  6) разработка законодательства, регулирующего «корпоративные группы» (по аналогии с нормами ряда стран континентальной Европы).</p>
<p>Ответственность менеджеров</p>	<p>Уголовный кодекс, Закон «Об акционерных обществах», Трудовой кодекс (увольнение заметно облегчено в том числе через собрание акционеров, однако в отношении ответственности даны перекрестные отсылки на правовые акты) и др.</p>	<p>Значительное ужесточение санкций (прежде всего штрафов) за нарушения по всему спектру корпоративных отношений.</p>
<p>“Вывод” активов</p>	<p>Закон “Об акционерных обществах”, Уголовный кодекс РФ (ст. 165, 201, 204)</p>	<p>1) совершенствование форм финансовой отчетности                  2) усиление и уточнение требований к порядку совершения крупных сделок и сделок заинтересованных лиц                  3) выработка прозрачной позиции правительства в отношении трансфертного ценообразования                  4) квалификация сделок с аффилированными лицами, расширение понятия «аффилированное лицо»,                  5) разработка понятия “группы юридически независимых, но экономически связанных</p>

		лиц”
Трансфертное ценообразование	Закон “Об акционерных обществах”, Уголовный кодекс РФ (ст.ст. 165, 201, 204)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- совершенствование налогового законодательства и его правоприменения</li> <li>- совершенствование форм финансовой отчетности</li> <li>- ликвидация внутренних оффшорных зон и введение дискриминационных мер в отношении компаний, зарегистрированных во внешних оффшорах (как минимум, ограничение доли оффшорных компаний в уставных капиталах, прозрачность в отношении конечных бенефициаров и др.).</li> </ul>
Умышленное (фиктивное) банкротство с последующей скупкой активов	Закон “О несостоятельности (банкротстве)”, Уголовный кодекс РФ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ужесточение уголовных санкций за фиктивное банкротство</li> <li>- усиление мер ответственности арбитражных управляющих за действия (осуществление сделок с активами) в интересах части кредиторов</li> <li>- разработка законодательства о дисквалификации руководителя, действия которого нанесли ущерб возглавляемой им организации и ее кредиторам</li> <li>- расширение практики отказа судебных инстанций от использования процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга (как злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 ГК РФ)</li> <li>- уточнение роли государственных органов (как кредиторов и как представителей интересов государства) и процедур их участия в процессе банкротства</li> </ul>
Враждебное поглощение с использованием административных и силовых инструментов давления	В отношении прав миноритариев – закон «Об акционерных обществах», в отношении экономической концентрации – антимонопольное законодательство	<ul style="list-style-type: none"> <li>- детальное регулирование оферты, справедливой цены и процедуры публичного предложения;</li> <li>- повышение дисциплинарной ответственности судей и судебная реформа в целом,</li> <li>- развитие процессуальных норм</li> </ul>
Необоснованные иски (шантаж) эмитента (крупного акционера)	Только судебная практика	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение процедуры альтернативного разрешения споров – проведение административных или арбитражных слушаний государственным регулятивным органом,</li> <li>- развитие системы третейских судов в рамках СРО</li> <li>- разработка положений, призванных защитить совет директоров (руководство) компании от злоупотреблений мелких акционеров посредством: (а) проверки обоснованности жалоб, (б) использования т.н. «безопасных гаваней» (такие средства правовой защиты, как правило «делового усмотрения» или отказ от необоснованных требований в раскрытии информации), (в) решения проблемы судебных исков со стороны акционера-«владельца 1 акции» (введение квот, разработка требований по групповым искам, толкование ущерба для данных целей)</li> </ul>
Информант (в том	Комплекс правовых и	1) постоянное формирование судебных



<p>числе проблема обеспечения акционеру возможности обращаться в суд)</p>	<p>процессуальных норм</p>	<p>прецедентов (например, согласно закону «Об акционерных обществах», акционер имеет право на взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей. Описать такие убытки в законодательстве фактически невозможно, поэтому важны конкретные судебные решения).</p> <p>2) практическая реализация института групповых (коллективных) исков – защиты прав неопределенного круга инвесторов, введение понятия исков от лица класса акционеров, расширение практики косвенных (производных) исков, которыми защищаются права не только группы акционеров, но и акционерного общества в целом, развитие такой формы коллективной судебной защиты инвесторов, как право передачи и консолидации исковых требований, и др.);</p> <p>3) дальнейшая реализация судебной реформы</p> <p>4) комплекс антикоррупционных мер экономического характера</p> <p>5) образовательные программы в области коммерческого права, в особенности законодательства о компаниях, закона о ценных бумагах и закона о банкротстве;</p> <p>6) обучение судей основополагающим концепциям делового оборота, так как отсутствие прежнего опыта в деловой практике подчас ведет к чрезмерно буквальному применению законов;</p> <p>7) более глубокая специализация судей в области коммерческого права (создание специализированного подразделения арбитражных судов, занимающегося корпоративными исками и исками по ценным бумагам).</p> <p>8) обязательная открытая публикация и распространение письменных заключений судов и судебных решений;</p> <p>9) развитие механизмов частного разрешения споров и профессионального независимого третейского разбирательства (система внесудебного разрешения споров - административные слушания или независимое третейское разбирательство).</p> <p>10) внесение в процессуальное законодательство изменений, позволяющих судьям рекомендовать сторонам пройти процедуру посредничества (медиации) до судебного разбирательства</p>
<p>Неразвитость публичных и вневедомственных механизмов защиты интересов инвесторов, профессиональных участников рынка</p>		<p>- создание системы независимого общественного контроля ведомственной деятельности на рынке ценных бумаг,</p> <p>- обеспечение прозрачности принимаемых ведомственных решений,</p> <p>- введение норм административной и уголовной ответственности за ущерб,</p>



ценных бумаг и их саморегулируемых организаций:		причиненный ведомственными решениями, - публичность и своевременность информации об эмитентах и участниках рынка, официально поступающей в государственные органы
Отсутствие общедоступной некоммерческой системы раскрытия информации о публичных компаниях	Хотя основа для создания такой системы была заложена еще в конце 90-х гг. (программа раскрытия информации – сервер ФКЦБ), в настоящее время ФКЦБ не обновляет свою информационную базу (соответственно не обновляется ее дубликат АКМ).	Необходимо создать эффективную общедоступную систему раскрытия информации (по аналогии с наиболее известными мировыми аналогами, например, аналогичную американской EDGAR). Введение законодательного требования обновления системы раскрытия информации ФКЦБ в части эмитентов не позднее 3 месяцев после поступления текущей отчетности эмитента
Необходимо усовершенствовать нормативную базу, регламентирующую порядок осуществления аудиторской деятельности, в частности, повысить требования к качеству проведения аудиторской проверки и составлению аудиторского заключения	Закон «Об аудиторской деятельности» от 7 августа 2001 г.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- введение обязательной ежегодной ротации аудиторов, что увеличило бы их независимость от эмитента.</li> <li>- законодательное закрепление возможности проведения аудиторских проверок финансово-хозяйственной деятельности эмитентов по инициативе акционера (группы акционеров) за счет средств эмитента.</li> <li>- введение права акционеров вносить свои предложения по кандидатуре аудитора (помимо существующего порядка утверждения аудитора общества общим собранием)</li> <li>- введение права акционеров, имеющих 10 процентов акций, требовать проведения аудиторской проверки любым аудитором, а не только тем, который был ранее утвержден собранием</li> </ul>



## Приложение 4. Основные статистические характеристики показателей структуры собственности и корпоративного управления российских предприятий (1999-2002 гг.)

Таблица 1 Статистические характеристики основных показателей

Показатель	Количество наблюдений	Среднее значение	Медиана	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Доля (%) акций, принадлежащих всем работникам предприятий, 1999	54	37,99	32,5	24,33	5	100
Доля (%) акций, принадлежащих всем работникам предприятий, 2002	52	30,00	20	26,88	0	100
Доля (%) акций, принадлежащих рядовым работникам, 1999	55	28,46	22,5	21,51	2,44	87,5
Доля (%) акций, принадлежащих рядовым работникам, 2002	43	15,70	10	16,64	0	75
Доля (%) акций, принадлежащих менеджерам, 1999	57	9,41	7,5	11,01	2,38	57,5
Доля (%) акций, принадлежащих менеджерам, 2002	42	16,95	10	17,49	0	60
Доля (%) акций, принадлежащих другим российским предприятиям, 1999	31	20,26	7,5	25,32	0	75,61
Доля (%) акций, принадлежащих другим российским предприятиям, 2002	54	25,21	18	27,38	0	96
Доля (%) акций, принадлежащих банкам, 1999	31	1,13	0	3,34	0	12,5
Доля (%) акций, принадлежащих банкам, 2002	50	1,26	0	7,60	0	53
Доля (%) акций, принадлежащих сторонним физическим лицам, 1999	43	22,16	20	19,95	0	80,49
Доля (%) акций, принадлежащих сторонним физическим лицам, 2002	51	27,42	16	25,55	0	80,20
Доля (%) акций, принадлежащих иностранным акционерам, 1999	34	2,87	0	9,30	0	37,5
Доля (%) акций, принадлежащих иностранным акционерам, 2002	51	1,45	0	6,69	0	36
Доля (%) акций, принадлежащих государству, 1999	39	11,35	0	16,77	0	52,5
Доля (%) акций, принадлежащих государству, 2002	57	8,16	0	15,08	0	73
Выплата дивидендов по привилегированным акциям, 1999	59	0,25	0	0,44	0	1
Выплата дивидендов по привилегированным акциям, 2002	57	0,19	0	0,40	0	1
Выкуп предприятием своих акций, 1999	58	0,38	0	0,49	0	1
Выкуп предприятием своих акций, 2002	59	0,25	0	0,44	0	1

Продажа акций своим работникам, 1996-1999	59	0,25	0	0,44	0	1
Продажа акций своим работникам, 2000-2002	57	0,28	0	0,45	0	1
Открытая торговля акциями, 1996-1999	60	0,10	0	0,30	0	1
Открытая торговля акциями, 2002-2002	58	0,12	0	0,33	0	1
Количество акционеров с пакетом акций свыше 25%, 1999	58	0,36	0	0,64	0	3
Количество акционеров с пакетом акций свыше 25%, 2002	52	0,58	0	0,78	0	3
Год, с которого директор занимает свой пост, 1999	59	1992,49	1994	4,99	1980	1999
Год, с которого директор занимает свой пост, 1999	57	1995,04	1996	6,24	1980	2002
Количество общих собраний акционеров, 1998-1999	60	2,28	2	0,72	0	4
Количество общих собраний акционеров, 2000-2002	58	3,10	3	1,21	0	6
Общее число членов Совета директоров, 1999	60	7,58	7	2,19	5	17
Общее число членов Совета директоров, 2002	56	7,61	7	3,67	3	31
Доля работников предприятия в СД, 1999	60	57,21	57,14	24,83	14,29	100
Доля работников предприятия в СД, 2002	55	46,6	42,9	27,7	0	100
Доля представителей частных акционеров в СД, 1999	55	44,9	42,9	29,1	0	100
Доля представителей частных акционеров в СД, 2002	55	44,9	42,9	29,1	0	100
Доля представителей государства в СД, 1999	58	7,30	0	12,35	0	55,56
Доля представителей государства в СД, 2002	55	8,05	0	13,16	0	44,44
ИИКК, 1999	60	0,27	0,27	0,24	0	0,81
ИИКК, 2002	59	0,24	0,25	0,23	0	0,77

Таблица 2

Распределение предприятий по регионам

Регион	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Краснодарский край	1	1,7	1,8	1,818
Ставропольский край	1	1,7	1,8	3,636
Хабаровский край	1	1,7	1,8	5,455
Брянская область	3	5,0	5,5	10,91
Волгоградская область	2	3,3	3,6	14,55
Воронежская область	2	3,3	3,6	18,18
Нижегородская область	5	8,3	9,1	27,27
Ивановская область	1	1,7	1,8	29,09
Иркутская область	1	1,7	1,8	30,91



Калининградская область	1	1,7	1,8	32,73
Кемеровская область	1	1,7	1,8	34,55
Кировская область	1	1,7	1,8	36,36
Самарская область	1	1,7	1,8	38,18
Г. Санкт-Петербург	3	5,0	5,5	43,64
Ленинградская область	2	3,3	3,6	47,27
Г. Москва	1	1,7	1,8	49,09
Московская область	3	5,0	5,5	54,55
Новосибирская область	3	5,0	5,5	60
Омская область	1	1,7	1,8	61,82
Оренбургская область	1	1,7	1,8	63,64
Ростовская область	1	1,7	1,8	65,45
Саратовская область	2	3,3	3,6	69,09
Свердловская область	2	3,3	3,6	72,73
Смоленская область	2	3,3	3,6	76,36
Тамбовская область	2	3,3	3,6	80
Тульская область	1	1,7	1,8	81,82
Читинская область	3	5,0	5,5	87,27
Ярославская область	1	1,7	1,8	89,09
Башкортостан	2	3,3	3,6	92,73
Бурятия	1	1,7	1,8	94,55
Карачаево-Черкесия	1	1,7	1,8	96,36
Татарстан	2	3,3	3,6	100
Всего	55	91,7	100	
Нет ответа	5	8,3		
Всего	60	100		

Таблица 3

Доля всех работников предприятия в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0,0	0	0,0	0,0	0,0
0-10	6	10	11,1	11,1
10,1-20	11	18,3	20,4	31,5
20,1-30	10	16,7	18,5	50,0
30,1-40	8	13,3	14,8	64,8
40,1-50	6	10,0	11,1	75,9
50,1-60	5	8,3	9,3	85,2
60,1-70	1	1,7	1,9	87,0
70,1-80	4	6,7	7,4	94,4
более 80	3	5	5,6	100
Всего	54	90	100	
Нет ответа	6	10		
Всего	60			

Таблица 4

Доля всех работников предприятия в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
--	-----------------------	---	--------------------	-----------------



0	2	3.3	3.8	3.8
0-10	11	18.3	21.2	25.0
10,1-20	14	23.3	26.9	51.9
20,1-30	8	13.3	15.4	67.3
30,1-40	3	5.0	5.8	73.1
40,1-50	3	5.0	5.8	78.8
50,1-60	2	3.3	3.8	82.7
60,1-70	4	6.7	7.7	90.4
70,1-80	2	3.3	3.8	94.2
более 80	3	5.0	5.8	100
Всего	52	86.7	100	
Нет ответа	8	13.3		
Всего	60	100		

Таблица 5

Доля рядовых работников предприятия в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	0	0.0	0.0	0.0
0-10	9	15.0	16.4	16.4
10,1-20	15	25.0	27.3	43.6
20,1-30	8	13.3	14.5	58.2
30,1-40	11	18.3	20.0	78.2
40,1-50	3	5.0	5.5	83.6
50,1-60	4	6.7	7.3	90.9
60,1-70	2	3.3	3.6	94.5
70,1-80	1	1.7	1.8	96.4
более 80	2	3.3	3.6	100
Всего	55	91.7	100	
Нет ответа	5	8.3		
Всего	60			

Таблица 6

Доля рядовых работников предприятия в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	5	8.3	11.6	11.6
0-10	18	30.0	41.9	53.5
10,1-20	9	15.0	20.9	74.4
20,1-30	4	6.7	9.3	83.7
30,1-40	4	6.7	9.3	93.0
40,1-50	1	1.7	2.3	95.3
50,1-60	1	1.7	2.3	97.7
60,1-70	0	0	0	97.7
70,1-80	1	1.7	2.3	100
более 80	0	0	0	100
Всего	43	71.7	100	
Нет ответа	17	28.3		
Всего	60	100		

Таблица 7



Доля менеджеров предприятия в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	0	0,0	0,0	0
0-10	42	70,0	73,7	73,7
10,1-20	10	16,7	17,5	91,2
20,1-30	2	3,3	3,5	94,7
30,1-40	0	0,0	0,0	94,7
40,1-50	2	3,3	3,5	98,2
50,1-60	1	1,7	1,8	100
60,1-70	0	0,0	0,0	100
70,1-80	0	0,0	0,0	100
более 80	0	0,0	0,0	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3			
Всего	60			

Таблица 8

Доля менеджеров предприятия в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	7	11.7	16.7	16.7
0-10	15	25.0	35.7	52.4
10,1-20	4	6.7	9.5	61.9
20,1-30	9	15.0	21.4	83.3
30,1-40	1	1.7	2.4	85.7
40,1-50	3	5.0	7.1	92.9
50,1-60	3	5.0	7.1	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	42	70	100	
Нет ответа	18	30		
Всего	60	100		

Таблица 9

Доля других российских предприятий предприятия в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	12	20.0	38.7	38.7
0-10	5	8.3	16.1	54.8
10,1-20	1	1.7	3.2	58.1
20,1-30	4	6.7	12.9	71.0
30,1-40	3	5.0	9.7	80.6
40,1-50	1	1.7	3.2	83.9
50,1-60	1	1.7	3.2	87.1
60,1-70	1	1.7	3.2	90.3
70,1-80	3	5.0	9.7	100
более 80	0	0	0	100
Всего	31	51.7	100	
Нет ответа	29	48.3		



Всего	60	100		
-------	----	-----	--	--

Таблица 10

Доля других российских предприятий предприятия в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	21	35.0	38.9	38.9
0-10	3	5.0	5.6	44.4
10,1-20	5	8.3	9.3	53.7
20,1-30	4	6.7	7.4	61.1
30,1-40	4	6.7	7.4	68.5
40,1-50	3	5.0	5.6	74.1
50,1-60	7	11.7	13.0	87.0
60,1-70	4	6.7	7.4	94.4
70,1-80	2	3.3	3.7	98.1
более 80	1	1.7	1.9	100
Всего	54	90	100	
Нет ответа	6	10		
Всего	60	100		

Таблица 11

Доля коммерческих банков в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	27	45.0	87.1	87.1
0-10	2	3.3	6.5	93.5
10,1-20	2	3.3	6.5	100
20,1-30	0	0	0	100
30,1-40	0	0	0	100
40,1-50	0	0	0	100
50,1-60	0	0	0	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	31	51.7	100	
Нет ответа	29	48.3		
Всего	60	100		

Таблица 12

Доля других российских предприятий в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	48	80	96	96
0-10	1	1.7	2	98
10,1-20	0	0	0	98
20,1-30	0	0	0	98
30,1-40	0	0	0	98
40,1-50	0	0	0	98
50,1-60	1	1.7	2	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	50	83.3	100	



Нет ответа 10 16.7  
 Всего 60 100

Таблица 13

Доля крупных частных акционеров – физических лиц в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	7	11.7	16.3	16.3
0-10	9	15.0	20.9	37.2
10,1-20	6	10.0	14.0	51.2
20,1-30	8	13.3	18.6	69.8
30,1-40	5	8.3	11.6	81.4
40,1-50	2	3.3	4.7	86.0
50,1-60	5	8.3	11.6	97.7
60,1-70	0	0	0	97.7
70,1-80	0	0	0	97.7
более 80	1	1.7	2.3	100
Всего	43	71.7	100	
Нет ответа	17	28.3		
Всего	60	100		

Таблица 14

Доля крупных частных акционеров – физических лиц в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	10	16.7	19.6	19.6
0-10	9	15.0	17.6	37.3
10,1-20	8	13.3	15.7	52.9
20,1-30	3	5.0	5.9	58.8
30,1-40	4	6.7	7.8	66.7
40,1-50	7	11.7	13.7	80.4
50,1-60	4	6.7	7.8	88.2
60,1-70	2	3.3	3.9	92.2
70,1-80	3	5.0	5.9	98.0
более 80	1	1.7	2.0	100
Всего	51	85	100	
Нет ответа	9	15		
Всего	60	100		

Таблица 15

Доля иностранных акционеров в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	29	48.3	85.3	85.3
0-10	2	3.3	5.9	91.2
10,1-20	1	1.7	2.9	94.1
20,1-30	0	0	0	94.1
30,1-40	2	3.3	5.9	100
40,1-50	0	0	0	100
50,1-60	0	0	0	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100



более 80	0	0	0	100
Всего	34	56.7	100	
Нет ответа	26	43.3		
Всего	60	100		

Таблица 16

Доля иностранных акционеров в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	47	78.3	92.2	92.2
0-10	2	3.3	3.9	96.1
10,1-20	0	0	0	96.1
20,1-30	0	0	0	96.1
30,1-40	2	3.3	3.9	100
40,1-50	0	0	0	100
50,1-60	0	0	0	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	51	85	100	
Нет ответа	9	15		
Всего	60	100		

Таблица 17

Доля государства и местных органов власти в структуре акционерного капитала, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	22	36.7	56.4	56.4
0-10	4	6.7	10.3	66.7
10,1-20	3	5.0	7.7	74.4
20,1-30	4	6.7	10.3	84.6
30,1-40	3	5.0	7.7	92.3
40,1-50	0	0	0	92.3
50,1-60	3	5	7.7	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	39	65	100	
Нет ответа	21	35		
Всего	60	100		

Таблица 18

Доля государства и местных органов власти в структуре акционерного капитала, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	38	63.3	66.7	66.7
0-10	4	6.7	7.0	73.7
10,1-20	3	5.0	5.3	78.9
20,1-30	8	13.3	14.0	93.0
30,1-40	2	3.3	3.5	96.5
40,1-50	0	0	0	96.5
50,1-60	1	1.7	1.8	98.2





60,1-70	0	0	0	98.2
70,1-80	1	1.7	1.8	100
более 80	0	0	0	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3	5		
Всего	60	100		

Таблица 19

Осуществлялась ли выплата дивидендов по привилегированным акциям в 1997-1998 гг.

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	44	73.3	74.6	74.6
Да	15	25.0	25.4	100
Всего	59	98.3	100	
Нет ответа	1	1.7		
Всего	60	100		

Таблица 20

Осуществлялась ли выплата дивидендов по привилегированным акциям в 1999-2002гг.

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	46	76.7	80.7	80.7
Да	11	18.3	19.3	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3	5		
Всего	60	100		

Таблица 21

Осуществляло ли предприятие выкуп своих акций, 1996-1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	36	60.0	62.1	62.1
Да	22	36.7	37.9	100
Всего	58	96.7	100	
Нет ответа	2	3.3		
Всего	60	100		

Таблица 22

Осуществляло ли предприятие выкуп своих акций, 1999-2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	44	73.3	74.6	74.6
Да	15	25.0	25.4	100
Всего	59	98.3	100	
Нет ответа	1	1.7		
Всего	60	100		

Таблица 23

Осуществляло ли предприятие продажу акций своим работникам, 1996-1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	44	73.3	74.6	74.6
Да	15	25.0	25.4	100
Всего	59	98.3	100	
Нет ответа	1	1.7		



Всего	60	100		
-------	----	-----	--	--

Таблица 24

Осуществляло ли предприятие продажу акций своим работникам, 1999-2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	41	68.3	71.9	71.9
Да	16	26.7	28.1	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3	5		
Всего	60	100		

Таблица 25

Осуществляло ли предприятие открытую торговлю акциями, 1996-1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	54	90	90	90
Да	6	10	10	100
Всего	60	100	100	

Таблица 26

Осуществляло ли предприятие открытую торговлю акциями, 1999-2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
Нет	51	85.0	87.9	87.9
Да	7	11.7	12.1	100
Всего	58	96.7	100	
Нет ответа	2	3.3		
Всего	60	100		

Таблица 27

Количество акционеров с пакетами акций свыше 25%, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	41	68.3	70.7	70.7
1	14	23.3	24.1	94.8
2	2	3.3	3.4	98.3
3	1	1.7	1.7	100
Всего	58	96.7	100	
Нет ответа	2	3.3		
Всего	60	100		

Таблица 28

Количество акционеров с пакетами акций свыше 25%, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	30	50	57.7	57.7
1	15	25	28.8	86.5
2	6	10	11.5	98.1
3	1	1.7	1.9	100
Всего	52	86.7	100	
Нет ответа	8	13.3		
Всего	60	100		

Таблица 29

С какого года директор предприятия занимает свой пост, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
--	-----------------------	---	--------------------	-----------------



1980	2	3.3	3.4	3.4
1981	1	1.7	1.7	5.1
1982	1	1.7	1.7	6.8
1985	1	1.7	1.7	8.5
1986	1	1.7	1.7	10.2
1987	4	6.7	6.8	16.9
1988	4	6.7	6.8	23.7
1989	3	5.0	5.1	28.8
1990	2	3.3	3.4	32.2
1992	6	10.0	10.2	42.4
1993	3	5.0	5.1	47.5
1994	8	13.3	13.6	61.0
1996	11	18.3	18.6	79.7
1997	4	6.7	6.8	86.4
1998	3	5.0	5.1	91.5
1999	5	8.3	8.5	100
Всего	59	98.3	100	
Нет ответа	1	1.7		
Всего	60	100		

Таблица 30

С какого года директор предприятия занимает свой пост, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
1980	1	1.7	1.8	1.8
1981	2	3.3	3.5	5.3
1985	1	1.7	1.8	7.0
1986	2	3.3	3.5	10.5
1987	2	3.3	3.5	14.0
1988	4	6.7	7.0	21.1
1989	2	3.3	3.5	24.6
1990	2	3.3	3.5	28.1
1992	2	3.3	3.5	31.6
1994	6	10.0	10.5	42.1
1996	6	10.0	10.5	52.6
1998	4	6.7	7.0	59.6
1999	3	5.0	5.3	64.9
2000	6	10.0	10.5	75.4
2001	7	11.7	12.3	87.7
2002	7	11.7	12.3	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3	5		
Всего	60	100		

Таблица 31

Число общих собраний акционеров, 1998-1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	1	1.7	1.7	1.7
1	1	1.7	1.7	3.3



2	43	71.7	71.7	75.0
3	10	16.7	16.7	91.7
4	5	8.3	8.3	100
Всего	60	100	100	

Таблица 32

Число общих собраний акционеров, 2000-2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	3	5.0	5.2	5.2
1	1	1.7	1.7	6.9
2	6	10.0	10.3	17.2
3	34	56.7	58.6	75.9
4	8	13.3	13.8	89.7
5	3	5.0	5.2	94.8
6	3	5.0	5.2	100
Всего	58	96.7	100	
Нет ответа	2	3.3		
Всего	60	100		

Таблица 33

Количество членов Совета директоров, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
5	9	15	15	15
6	1	1.7	1.7	16.7
7	30	50.0	50.0	66.7
8	2	3.3	3.3	70.0
9	16	26.7	26.7	96.7
17	2	3.3	3.3	100
Всего	60	100	100	

Таблица 34

Количество членов Совета директоров, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
3	1	1.7	1.8	1.8
4	1	1.7	1.8	3.6
5	10	16.7	17.9	21.4
7	26	43.3	46.4	67.9
8	4	6.7	7.1	75.0
9	11	18.3	19.6	94.6
10	1	1.7	1.8	96.4
15	1	1.7	1.8	98.2
31	1.0	1.7	1.8	100
Всего	56	93.3	100	
Нет ответа	4	6.7		
Всего	60	100		

Таблица 35

Доля работников предприятия в СД, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	0	0	0	0



0-10	0	0	0	0
10,1-20	2	3.3	3.3	3.3
20,1-30	10	16.7	16.7	20.0
30,1-40	5	8.3	8.3	28.3
40,1-50	10	16.7	16.7	45.0
50,1-60	9	15.0	15.0	60.0
60,1-70	1	1.7	1.7	61.7
70,1-80	13	21.7	21.7	83.3
более 80	10	16.7	16.7	100
Всего	60	100	100	
Нет ответа	0	0		
Всего	60	100.0		

Таблица 36

Доля работников предприятия в СД, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	5	8.3	9.1	9.1
0-10	0	0	0	9.1
10,1-20	3	5.0	5.5	14.5
20,1-30	11	18.3	20.0	34.5
30,1-40	6	10.0	10.9	45.5
40,1-50	5	8.3	9.1	54.5
50,1-60	12	20.0	21.8	76.4
60,1-70	2	3.3	3.6	80.0
70,1-80	4	6.7	7.3	87.3
более 80	7	11.7	12.7	100
Всего	55	91.7	100	
Нет ответа	5	8.3		
Всего	60	100		

Таблица 37

Доля представителей крупных частных акционеров в СД, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	22	36.7	38.6	38.6
0-10	1	1.7	1.8	40.4
10,1-20	7	11.7	12.3	52.6
20,1-30	7	11.7	12.3	64.9
30,1-40	5	8.3	8.8	73.7
40,1-50	8	13.3	14.0	87.7
50,1-60	1	1.7	1.8	89.5
60,1-70	1	1.7	1.8	91.2
70,1-80	5	8.3	8.8	100
более 80	0	0	0	100
Всего	57	95	100	
Нет ответа	3	5		
Всего	60	100		

Таблица 38

Доля представителей крупных частных акционеров в СД, 2002



	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	6	10.0	10.9	10.9
0-10	0	0	0	10.9
10,1-20	7	11.66667	12.72727	23.6
20,1-30	8	13.33333	14.54545	38.2
30,1-40	5	8.33333	9.09090	47.3
40,1-50	7	11.66667	12.72727	60.0
50,1-60	9	15	16.36364	76.4
60,1-70	2	3.33333	3.63636	80.0
70,1-80	4	6.66667	7.27272	87.3
более 80	7	11.66667	12.72727	100
Всего	55	91.66667	100	
Нет ответа	5	8.3		
Всего	60	100		

Таблица 39

Доля представителей государства и местных органов власти в СД, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	37	61.7	63.8	63.8
0-10	1	1.7	1.7	65.5
10,1-20	13	21.7	22.4	87.9
20,1-30	3	5.0	5.2	93.1
30,1-40	2	3.3	3.4	96.6
40,1-50	1	1.7	1.7	98.3
50,1-60	1	1.7	1.7	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	58	96.7	100	
Нет ответа	2	3.3		
Всего	60	100		

Таблица 40

Доля представителей государства и местных органов власти в СД, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	36	60.0	65.5	65.5
0-10	1	1.7	1.8	67.3
10,1-20	8	13.3	14.5	81.8
20,1-30	5	8.3	9.1	90.9
30,1-40	2	3.3	3.6	94.5
40,1-50	3	5.0	5.5	100
50,1-60	0	0	0	100
60,1-70	0	0	0	100
70,1-80	0	0	0	100
более 80	0	0	0	100
Всего	55	91.7	100	
Нет ответа	5	8.3		
Всего	60	100		



Таблица 41

Индекс интенсивности корпоративного конфликта, 1999

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	18	30	30	30
0.19	7	11.7	11.7	41.7
0.27	10	16.7	16.7	58.3
0.27	6	10.0	10.0	68.3
0.46	8	13.3	13.3	81.7
0.46	2	3.3	3.3	85.0
0.54	3	5.0	5.0	90.0
0.73	2	3.3	3.3	93.3
0.73	3	5.0	5.0	98.3
0.81	1	1.7	1.7	100
Всего	60	100	100	

Таблица 42

Индекс интенсивности корпоративного конфликта, 2002

	Количество наблюдений	%	% среди ответивших	Накопительный %
0	24	40	40.7	40.7
0.22	2	3.3	3.4	44.1
0.24	2	3.3	3.4	47.5
0.25	6	10.0	10.2	57.6
0.29	7	11.7	11.9	69.5
0.46	8	13.3	13.6	83.1
0.47	2	3.3	3.4	86.4
0.49	1	1.7	1.7	88.1
0.51	1	1.7	1.7	89.8
0.53	1	1.7	1.7	91.5
0.54	2	3.3	3.4	94.9
0.71	1	1.7	1.7	96.6
0.77	2	3.3	3.4	100
Всего	59	98.3	100	
Нет ответа	1	1.7		
Всего	60	100		

Таблица 42

Проверка гипотез а равенстве средних значений различных показателей в 1999 и 2002 гг.

Показатель	Среднее значение разностей	Стандартное отклонение	Стандартная ошибка среднего значения разностей	95%-ный доверительный интервал	t-статистика	Число степеней свободы	p-значение (двусторонне)
Доля всех работников предприятия в АК	8.10	30.62	4.37	-0.69 16.90	1.85	48	0.07
Доля рядовых работников предприятия в АК	11.46	25.74	4.12	3.11 19.80	2.78	38	0.01
Доля менеджеров в АК	-6.72	13.18	2.08	-10.94 -2.51	-3.23	39	0.00
Доля других предприятий в АК	-8.54	21.16	4.00	-16.75 -0.34	-2.14	27	0.04



Доля коммерческих банков в АК	-1.72	10.80	2.16	-6.18	2.74	-0.80	24	0.43
Доля частных акционеров – физических лиц в АК	-4.74	25.10	4.13	-13.11	3.63	-1.15	36	0.26
Доля иностранных акционеров в АК	0.21	1.19	0.22	-0.25	0.66	0.94	28	0.36
Доля государства в АК	0.14	11.22	1.84	-3.61	3.88	0.07	36	0.94
Число акционеров с пакетом акций свыше 25%	-0.23	0.96	0.13	-0.50	0.04	-1.73	51	0.09
Год, с которого директор занимает свой пост	-2.63	5.62	0.75	-4.13	-1.12	-3.50	55	0.00
Среднее количество общих собраний акционеров	0.11	0.41	0.05	0.00	0.22	2.07	57	0.04
Число членов СД	0.05	3.51	0.47	-0.89	0.99	0.11	55	0.91
Доля работников предприятия в СД	10.56	23.64	3.19	4.17	16.95	3.31	54	0.00
Доля представителей крупных частных акционеров в СД	-21.22	30.94	4.29	-29.83	-12.60	-4.94	51	0.00
Доля представителей государства в СД	-1.13	8.19	1.13	-3.39	1.13	-1.00	52	0.32
ИИКК	0.06	0.24	0.03	0.00	0.13	2.03	58	0.05

Таблица 43

Изменение числа акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25% в 2002 г. по сравнению с 1999 г. (Marginal Homogeneity Test)

Distinct Values	4
Off-Diagonal Cases	28
Observed MH Statistic	24
Mean MH Statistic	18
Std. Deviation of MH Statistic	3.535534
Std. MH Statistic	1.697056
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.089686

Таблица 44

Проверка гипотезы об отсутствии смены руководителя в 1999-2002 гг. (тест Вилкоксона)

Z-статистика	-3.36916
P-значение. (двустороннее)	0.000754

Таблица 45

Проверка гипотез о неизменности уровня корпоративного конфликта в 1999-2002 гг. (тест Вилкоксона)

Z-статистика	-0.622781575
P-значение. (двустороннее)	0.533428073

Таблицы 46-50

Проверка гипотез о неизменности некоторых показателей в 1999-2002 гг. (тест МакНимара)

Выплаты дивидендов по привилегированным акциям	2002	
1999	0	1
0	40	2
1	5	9

Выкуп предприятием своих акций	2002
--------------------------------	------





1999	0	1
0	31	5
1	11	10

Продажа акций своим работникам	1999-2002	
1996-1999	0	1
0	34	7
1	6	9

Открытая торговля своими акциями	1999-2002	
1996-1999	0	1
0	46	6
1	5	1

Значения тестовой статистики				
	Выплаты дивидендов по привилегированным акциям	Выкуп предприятием своих акций	Продажа акций своим работникам	Открытая торговля своими акциями
Число наблюдений	56	57	56	58
Точное р-значение (двустороннее)	0.45	0.21	1	1