



**МОСКОВСКАЯ
БИРЖА**



OECD

КРУГЛЫЙ СТОЛ ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ ОЭСР-РОССИЯ

МАТЕРИАЛЫ ВСТРЕЧИ

22-23 ОКТЯБРЯ 2013 ГОДА

МАРРИОТ ГРАНДЪ-ОТЕЛЬ, МОСКВА, РФ

Европейские кодексы корпоративного управления
и их эффективность

Эдди Ваимерш

Партнер



**Европейский банк
реконструкции и развития**

Спонсор



Европейские кодексы корпоративного управления и их эффективность

Эдди Ваимерш¹

¹ Этот доклад будет опубликован в: Belcredi and Ferrarini (Eds) in The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives, Cambridge University Press (2013). Информация, содержащаяся в этом документе отражает права и практики до середины 2012 года. Представленная в настоящем докладе точка зрения может не отражать позицию ОЭСР, Московской Фондовой Биржи или Круглого стола ОЭСР-Россия по вопросам корпоративного управления.

1. Применение и обеспечение исполнения кодексов корпоративного управления

Целью настоящей главы является изучение инструментов, используемых для применения кодексов корпоративного управления на европейских финансовых рынках. Глава основана на сравнительном исследовании практик, существующих в отобранных для исследования западноевропейских странах. Вопросу применения кодексов корпоративного управления уделялось значительное внимание как в исследованиях, проводимых по запросу Комиссии Европейского Союза², так и в научных исследованиях, которые проводились в Европе и в мире³ (Баджпай и др. 2005 г.; Миллштайн и др. 2005 г.; Ваймирш 2005 г.; Мод и Нармиан 2007 г.; Пьетранкоста 2011 г.).

Формальный уровень применения, а именно зачастую большое количество компаний, которые в своих декларациях о состоянии корпоративного управления заявляли о применении соответствующего кодекса корпоративного управления, не является непосредственным предметом данного исследования, а скорее представляет собой вопрос о том, достаточно ли внимания уделяется случаем неисполнения или номинального исполнения, включая формальные объяснения. Другой связанный с предыдущим вопрос касается подтверждения национальными органами относительно проведения дальнейшего исследования в отношении фиктивных объяснений, а также применения корректирующих мер. На основе данного сравнительного анализа можно сделать некоторые выводы, указывающие на усовершенствование методики применения кодексов, либо даже на изменение общей структуры.

2. Взаимосвязь кодексов корпоративного управления и правовой среды

В качестве вступительного замечания хотелось бы отметить, что необходимо уделять внимание природе кодексов корпоративного управления и структуре, в рамках которой они разрабатывались. В этом отношении наблюдаются существенные различия, начиная от инструмента, базирующегося исключительно на механизме саморегулирования, без какой-либо системы мониторинга за его применением до государственного регулирования с системой регуляторного мониторинга. Данные различия прочно встроены в социально-экономическую структуру, в рамках которой эти кодексы разрабатывались.

Применение правил корпоративного управления в Европе тесно связано с существованием кодексов корпоративного управления, которые на настоящий момент приняты во всех европейских странах. В основном, они базируются на механизме саморегулирования, в то время как ожидается, что внутренние органы компании будут обеспечивать ее функционирование, а сами внутренние органы компании будут действовать не только в соответствии с требованиями корпоративного законодательства,

² Сравнительный анализ кодексов корпоративного управления Европейского Союза и государств-членов, январь 2002 г., исследование проведено фирмой «Вайл Готтшалл энд Мангес, ЛЛП», Европейской ассоциацией дилеров ценных бумаг и Европейской сетью по вопросам корпоративного управления, январь 2002 г., материалы доступны по ссылке: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf; см. также Берглоф и Клэссен (2004), которые указывали на взаимодополняемость государственных и частных инструментов обеспечения исполнения, говоря о том, что «ограничения политической экономики, возникающие вследствие смешения бизнеса и политики, тем не менее, зачастую препятствуют совершенствованию общей среды по обеспечению исполнения установленных требований».

³ См. также мировые примеры эффективности положений о корпоративном управлении в Кодексе Малайзии, «Вопросы корпоративного управления и деятельность по обеспечению исполнения корпоративных регуляторных органов Малайзии», февраль 2007 года, где призывается усилить участие регуляторных органов в отсутствие действий со стороны акционеров, материалы доступны по ссылке www.clta.edu.au/professional/papers/conference2007/2007AS_CGIEAMCR.pdf; ср. с Кодексом Нигерии. Аналогичная тенденция прослеживается и в Нигерии: Одидисон Оманханлен, «Центральный Банк Нигерии настаивает на том, чтобы Комиссия по ценным бумагам и биржам обеспечила соблюдение кодекса корпоративного управления», ноябрь 2011 года, материалы доступны по ссылке www.tribune.com.ng/index.php/money-market/31895-cbn-urges-sec-to-enforce-corporate-governance-code.

но также в соответствии с кодексом корпоративного поведения или внутренним регламентом организации. Действие основано на ожидаемом самостоятельном соблюдении компанией установленных требований наряду с определенным фактическим давлением, оказываемым со стороны внутренних и внешних сил или решений: например, акционеры на годовом общем собрании или активные инвесторы, группы давления, пресса, комиссии по вопросам корпоративного управления, регуляторы рынка ценных бумаг, если назвать лишь несколько из них.

В последнее время взаимосвязь между корпоративным законодательством и регулированием и правовой средой претерпела изменения под воздействием финансового кризиса, в то время как определенный ряд вопросов был перемещен из кодекса, базирующегося на механизме саморегулирования, в разряд юридически обязательных положений. В частности, в сфере выплаты вознаграждений нежелание усовершенствовать, принимать и эффективно применять в добровольном порядке положения кодекса стало причиной принятия законодательных мер в некоторых государствах. Данный вопрос является наглядным отображением часто упоминаемого напряжения, существующего между кодексами и законодательством, и опасения о том, что с течением времени законодательство поглотит значительную содержательную часть кодексов, что является одним из определяющих факторов усовершенствования содержания кодексов.

Необходимо понимать значение кодекса корпоративного управления по-разному, в зависимости от применимой правовой структуры, в рамках которой должны действовать данные кодексы: поскольку законы становятся все более и более разнообразными, роль кодексов, представляющих собой дополнительный источник правил поведения, существенным образом варьируется. Меры по проведению мониторинга также существенно разнятся, но необязательно пропорционально. Встраивание кодексов в правовую структуру связано с вопросом относительно того, учитывает ли законодательство существующие положения кодекса, а также могут ли средства правовой защиты применяться в случае нарушения положений кодекса. Опять же, тут ситуация достаточно разноплановая, по крайней мере, если речь идет о судебных прецедентах.

В любом случае следует упомянуть, что в целом систему корпоративного управления нельзя оценивать исключительно по положениям кодексов, и что обычно достаточно подробные правила корпоративного поведения содержатся в положениях Закона о компаниях или иных законов (особенно это касается финансового регулирования). Предмет данного анализа ограничен изучением кодексов корпоративного управления.

Принятие кодекса корпоративного управления стало обязательным согласно Статье 46а Директивы о требованиях к капиталу (CRD) IV, которая в измененной редакции предусматривает следующее:

Компания, чьи ценные бумаги допущены к торговле на регулируемом рынке в значении Статьи 4(1) пункт (14) Директивы 2004/39/ЕС Европейского Парламента и Совета от 21 апреля 2004 года о рынках финансовых инструментов, (1) должны включать в свою годовую отчетность заявление о состоянии корпоративного управления. Данное заявление должно быть включено в специальный раздел годового отчета и содержать, как минимум, следующую информацию:

(а) ссылку на:

(i) кодекс корпоративного управления, который действует в компании, и/или

(ii) кодекс корпоративного управления, который компания решила применять в добровольном порядке, и/или

(iii) всю соответствующую информацию о практике корпоративного управления, которая применяется помимо требований, установленных национальным законодательством.

В случае если применяются пункты (i) и (ii), компания также обязана дать ссылку на соответствующие тексты кодексов, находящиеся в открытом доступе; в случае если применяется пункт (iii), компания обязана опубликовать свою практику корпоративного управления в открытом доступе;

(b) в той степени, в которой компания в соответствии с национальным законодательством отклоняется от требований кодекса корпоративного управления, указанных в пунктах (a)(i) или (ii) выше, пояснение со стороны компании с указанием частей кодекса корпоративного управления, от которых она отклоняется, а также причин такого поведения. Если компания приняла решение не применять какие-либо положения кодекса корпоративного управления, указанные в пунктах (a)(i) или (ii), она должна пояснить причины такого поведения.

Большинство государств-членов уже разработали национальные кодексы корпоративного управления до переноса данного положения. Как предусмотрено в Директиве, компаниям некоторых государств-членов разрешается выбирать кодекс, отличный от национального кодекса. В зависимости от специфики национального законодательства компании публикуют заявление о состоянии корпоративного управления либо в своем годовом отчете, либо в отдельной брошюре. Согласно национальному законодательству заявление о состоянии корпоративного управления, являющееся частью годового отчета, может подлежать аудиторской проверке (Брэттон 2003 г.; Бэдар и Джонстон 2004 г.; Коффи 2005 г.; Вонг 2005 г.). При этом данное требование не распространяется на заявления, которые опубликованы отдельно (например, «устав» корпоративного управления, как это требуется в некоторых государствах-членах).

Директива ссылается на подход «соблюдай или объясни», требуя обозначить части кодекса, от соблюдения которых компания отклоняется, а также, что более важно, указать причины такого поведения. В принципе, Директива не обязывает компании подробно описывать меры, принятые в целях соблюдения кодекса, подразумевая, что компании могут просто указать, что кодекс применяется в полном объеме (см. практику в Германии). На самом деле большинство компаний подробно описывают применение соответствующих положений кодекса, даже когда они соблюдают применимый кодекс.

3. Применение кодексов корпоративного управления

До начала изучения вопросов применения кодексов корпоративного управления необходимо более четко понять, каким образом их применение осуществляется внутри компаний, а также каким образом компании отчитываются. Поскольку кодексы регулируют широкий круг вопросов, определенная информация является достаточно традиционной, исторической или стандартной и может оставаться без изменений на протяжении нескольких лет. Однако другая информация является более чувствительной и требует ежегодного пересмотра; обычно подготовка к данной проверке проводится секретарем компании, а председатель совета директоров осуществляет непосредственно ее проверку. Являясь частью годового отчета, заявление подлежит одобрению советом директоров и должно быть представлено на рассмотрение общего собрания. Формальное одобрение ссылки на кодекс корпоративного управления и утверждение заявления о состоянии корпоративного управления в компании советом директоров являются важными аспектами общего режима, вызывая вопрос о том, направлены ли эти решения

исключительно на раскрытие информации или они могут наложить на компанию обязательства следовать позиции, поддерживаемой советом директоров. Судебные прецеденты не сильно поддерживали данную линию рассуждений и обычно не предусматривали, что кодекс является обязательным для исполнения, или что у третьих лиц могут возникнуть права в результате применения такого кодекса. На практике не было случая, когда общее собрание приняло бы – а не просто бы учло – заявление о состоянии корпоративного управления в компании; его влияние и подавно было бы гораздо более существенным, поскольку оно может повлиять на взаимоотношения между годовым общим собранием, акционерами и советом директоров.

4. Измерение степени применения кодексов корпоративного управления

Большое внимание уделялось измерению объему принятия положений кодекса – т.е. формальных ссылок на применимый кодекс – и степени их применения – т.е. положения кодекса применяются или не соблюдаются – при этом в последнем случае необходимо предоставить объяснения. В результате подготовки статистических данных был проведен анализ в отношении количества применяемых положений, а в случае отклонения от установленных требований проводится анализ в отношении количества представленных объяснений. Эти статистические данные позволяют понять общий уровень применения кодексов и также указывают, в какой степени применяются их отдельные положения. Статистические таблицы также дают хорошую картину по вопросам, связанным с осуществлением управления в компании, с разбивкой по различным юрисдикциям. Однако в некоторых странах были опубликованы альтернативные таблицы, указывающие на более низкий уровень применения кодексов, и на это нужно обратить внимание. Данная разница может указывать на различия в восприятии, связанные со статусом организации, проводящей оценку, например, оценка, проводимая комиссией по вопросам корпоративного управления или ассоциацией защиты прав инвесторов⁴.

Поскольку большинство положений кодексов не вызывает особых дискуссий, степень применения следует измерять с помощью ссылок на более противоречивые положения, в особенности те, которые регулируют вопросы выплаты вознаграждений. В последнем случае степень применения обычно была существенно ниже, что в некоторых государствах приводило к законодательному вмешательству. Очевидно, что инструменты саморегулирования не были способны обеспечить эффективность указанных положений.

Применение кодексов также вызывает еще более важный вопрос о том, является ли заявление о состоянии корпоративного управления в компании всего лишь формальным раскрытием информации, или оно соответствует фактическому поведению компании. Данный комментарий касается обоих случаев, когда компания осуществляет применение кодекса в полном объеме, а также когда она дает пояснения в случае отклонения от установленных требований. Большинство статистических обзоров не изучает данный вопрос слишком глубоко, поскольку исследователи не обладают следственными полномочиями и не общаются с менеджментом компании на предмет подтверждения данной информации. Поэтому существуют определенные характерные ограничения в отношении подтверждения достоверности раскрываемой информации.

В некоторых исследованиях по вопросам управления также упоминается еще одно ограничение, связанное с бессмысленными объяснениями⁵, которые представляют собой

⁴ См. в Нидерландах показатели, опубликованные VEB (Голландская ассоциация акционеров) в издании Effect, 2009 г., № 26 42, материалы доступны по ссылке www.veb.net; также издание VEB Effect, 2009 г., № 26 42, н. 4; ср. Португалия, Годовой отчет об управлении перечисленных компаний в Португалии, 2009 г., Таблица IX, материалы доступны по ссылке www.cmvm.pt.

⁵ Согласно одному наблюдателю, это касается приблизительно 30 процентов заявлений.

либо стандартные формулировки, либо повторяются из года в год, либо ссылаются на определенные обстоятельства, которые, однако, не получают дальнейшей проработки. Информация такого рода не должна расцениваться в качестве надлежащего «объяснения». Пока не было заявлено о случаях, когда заявления о состоянии корпоративного управления в компании были бы умышленно ложными или недостоверными, но гипотетически исключить такие случаи нельзя. В более широком контексте, недостоверные заявления о состоянии корпоративного управления или об иных фактах могут повлечь наступление гражданской или уголовной ответственности в зависимости от положений национального законодательства. Не было выявлено случаев, которые бы касались именно вопросов корпоративного управления, а требование о наличии причинно-следственной связи, скорее всего, исключит какую-либо гражданскую ответственность.

5. Определяющие факторы для применения кодексов

Применение кодексов корпоративного управления, большинство из которых в значительной степени носит добровольный характер, осуществляется под внутренним и внешним давлением. Обычно советы директоров компаний испытывают непосредственную причастность к предоставлению отчетности о своей деятельности и о деятельности самой компании, поскольку это придает их деятельность больше значимости и способствует укреплению доверия к совету директоров и деятельности компании. Советы директоров стали более серьезно относиться к своей роли в этом отношении, создавая специализированные комитеты по вопросам управления, разрабатывая отдельные положения кодекса, проводя процедуры самооценки, а в некоторых случаях и внешней (независимой) оценки. В Европе лишь небольшое количество компаний по-прежнему не уделяет никакого внимания вопросам корпоративного управления. Поразительно, что принятие кодексов происходит также и в компаниях с высокой степенью концентрации собственности.

Акционеры являются первыми получателями данных отчетов и формируют свою позицию – по голосованию, торговой политике – на основе показателей деятельности компании, включая вопросы корпоративного управления. В некоторых юрисдикциях аудиторы проверяют данные, содержащиеся в указанных отчетах. Инвесторы, принимающие участие в годовом общем собрании, требуют обеспечить надлежащий уровень корпоративного управления в компании и фокусируются на презюмируемых слабых сторонах. У институциональных инвесторов, обладающих крупными пакетами акций, которые зачастую не подлежат продаже, нет иного выбора, кроме как вступить в непрерывный диалог. Активные инвесторы уделяют внимание вопросам корпоративного управления и просят внести изменения в практику корпоративного управления. Совсем недавно инвесторы оказали давление на процедуру выплаты вознаграждений руководству с помощью необязательного права давать рекомендации в отношении компенсационных пакетов топ-менеджеров – так называемое правило «say on pay» (Томас и др., 2012 г.; Чевфинс и Томас, 2001 г.)⁶.

Источник некоторых видов давления находится за пределами компании. Рынки являются важными рычагами, помогающими потребовать у компаний «улучшения» корпоративного управления, и стали косвенной причиной некоторых важных изменений. Пресса и специализированные СМИ выступают в качестве информационного конвейера для участников рынка. Некоторые фирмы публикуют рейтинги корпоративного

⁶ См. также Совет по вопросам финансовой стабильности, Применение Принципов Совета по вопросам финансовой стабильности в отношении рациональной практики выплаты компенсаций и стандартов их применения, 13 июня 2012 года, и Принципы Форума финансовой стабильности (FSF) в отношении рациональной практики выплаты компенсаций, 2 апреля 2009 года.

управления, претендуя на то, что более высокие рейтинги способствуют получению более высокой прибыли, - такое заявление получает активную поддержку среди консультантов, для которых веское эмпирическое доказательство представляется достаточно спорным.

Наконец, что не менее важно, следует отметить деятельность комиссий по вопросам корпоративного управления, которые помимо разработки кодексов корпоративного управления, в некоторых государствах также принимают участие в процедуре мониторинга и обеспечения соблюдения положений, регулирующих вопросы корпоративного управления. Как показано в обзоре ниже, существует большое множество систем, структур и практик, касающихся того, каким образом комиссии решают вопросы, связанные с их взаимоотношениями с публичными компаниями, к которым применяются кодексы корпоративного управления.

6. Сфера применения

Кодексы корпоративного управления обычно применяются только к публичным компаниям, которые определены как компании, акции которых котируются на бирже, или на многосторонних торговых площадках. В большинстве кодексов содержится упоминание о том, что его положения могут также служить источником вдохновения для непубличных компаний.

Как правило, в качестве связующего фактора используется юридический адрес компании, однако некоторые кодексы также учитывают место осуществления торговой деятельности. Европейский форум по вопросам корпоративного управления выпустил заявление по делу, когда должны применяться различные кодексы⁷.

Дискуссия о кодексах корпоративного управления была прекращена в банковском секторе, где отдельные рекомендации и (в будущем) жесткие положения надзорного законодательства⁸ будут регулировать вопросы внутреннего управления в банках (Хопт и Вольманнстеттер, 2011 г.).

7. Сравнительный анализ по странам

Данный анализ основан на описании кодексов корпоративного управления и практики их применения в отдельных европейских странах. Этот анализ позволяет нам поместить кодексы в особые социально-экономические условия, в которых происходила их разработка, и отразить концепции, принятые соответствующими ведущими деловыми кругами. Как будет показано ниже, существуют значительные различия между кодексами и средой, в которой они функционируют, что тем самым усложняет сравнительный анализ (Кумбс и Вонг, 2004 г.). Поэтому важно провести горизонтальный сравнительный анализ различных кодексов. Используемый в данном отчете метод представляет собой проводимое снизу вверх сравнение по странам, поскольку оно позволяет нам поместить каждый кодекс в его общий контекст, касающийся, например, характера кодекса, состава комитетов по осуществлению мониторинга, методов последующей проверки и структуры рынка ценных бумаг и т.д. Описание в значительной степени основано на публично доступной информации.

Сравниваемые страны были выбраны с учетом их важного статуса в дискуссии по

⁷ См. Европейский форум по вопросам корпоративного управления, Заявление Европейского форума по вопросам корпоративного управления по трансграничным вопросам, связанным с кодексами корпоративного управления (2009 года), материалы доступны по ссылке www.ec.europa.eu.

⁸ См. Директиву CRD IV, Предложения к директиве о требованиях к капиталу, IV, ст. 86 и др.; самой последней версией является документ Совета, 11 мая 2012 года, 9716/12. Данные положения были подвергнуты жесткой критике Винтером (2012 г.).

вопросам корпоративного управления и доступности материалов на оригинальном языке. Более того, они представляют несколько моделей корпоративного управления, например, одно- или двухслойные советы директоров, концентрированная или рассредоточенная собственность, саморегулирование или государственное регулирование, и аналогичные различия. Данный выбор также отражает предвзятость автора, а также наложенные на него ограничения, и не говорит о том, что в иных государствах отсутствует надлежащая практика корпоративного управления. Выбранные страны включают в себя:

- Австрию;
- Бельгию;
- Данию;
- Францию;
- Германию;
- Италию;
- Люксембург;
- Нидерланды;
- Португалию;
- Испанию;
- Швецию;
- Швейцарию;
- Великобританию.

7.1. Австрия

Австрия приняла кодекс корпоративного управления в 2002 году, который был разработан Комиссией по вопросам корпоративного управления Австрии⁹. Комиссия включала в себя широкий круг представителей различных заинтересованных лиц в сфере управления¹⁰. Среди них были два представителя финансового регулятора, Агентства по финансовым рынкам (FMA), и один представитель от правительства, отвечающий за рынки капитала¹¹. Кодекс обновляется ежегодно, последняя редакция датирована январем 2012 года. Правила листинга Венской фондовой биржи предусматривают обязательство публичных компаний по принятию кодекса корпоративного управления в качестве условия для получения доступа к первому сегменту рынка¹². Согласно Закону о компаниях¹³ публичные компании¹⁴ обязаны опубликовывать заявление о состоянии корпоративного управления, в котором содержится указание на кодекс, который обычно применяется в Австрии или на рынке листинга, либо указание на причины неприменения каких-либо кодексов. Закон не обязывает компании разрабатывать положения кодекса, которые они будут соблюдать; они должны лишь указать причины несоблюдения отдельных положений. Информация о составе и функционировании наблюдательного

⁹ Австрийская Рабочая группа по корпоративному управлению, доступно на сайте www.corporate-governance.at. Кодекс был разработан на основе предложений Института австрийских аудиторы (IWP) и Австрийской ассоциации по вопросам финансового анализа и управления активами (ÖVFA).

¹⁰ Ученые, аудиторы, два представителя финансового регулятора FMA, один представитель министерства и представители ассоциаций инвесторов, биржи, публичных компаний и практикующие юристы.

¹¹ 'Представитель правительства, отвечающий за рынки капитала', материалы доступны по ссылке www.wienerborse.at/beginner/lexicon/18/876.

¹² Компании должно подписаться на кодекс с помощью 'Декларации о соблюдении'.

¹³ Ст. 243b Кодекса корпоративного управления.

¹⁴ Ссылка дана не только на зарегистрированные на бирже акции, но также и на компании, у которых только иные ценные бумаги зарегистрированы на Бирже или на многосторонних торговых площадках.

совета и правления и их подкомитетов является обязательной. Также обязательным является размещение заявления о мерах, которые были приняты в целях обеспечения присутствия женщин в этих различных органах¹⁵.

Кодекс содержит очень подробный вопросник (76 вопросов), основанных на принципе «соблюдай или объясни». Вопросник поделен на три раздела: в разделе L содержатся юридические положения, в разделе С – положения, которые применяются по принципу «соблюдай или объясни» и в разделе R содержатся рекомендации. Помимо общих положений, включенных в большинство кодексов, в кодексе особое внимание уделено статусу акционеров, вопросам конфликта интересов, статусе и роли аудиторов.

Каких-либо упоминаний относительно заявлений физических лиц о корпоративном управлении найдено не было.

7.2. Бельгия

Бельгийский кодекс корпоративного управления изначально был разработан Комиссией по вопросам корпоративного управления в рамках негосударственной инициативы на основании соглашения между ассоциацией основных работодателей, Брюссельской фондовой биржей и регулятором рынка ценных бумаг, что нашло отражение в изначальном составе Комиссии. С тех пор состав Комиссии расширился, и в нее были включены представители Института аудиторов, Федерации пенсионных фондов и Федерации инвестиционных клубов¹⁶. Изначальная версия кодекса была принята в 2004 году, обновленная редакция была одобрена в 2009 году и сейчас эта редакция кодекса является официально признанной¹⁷, поскольку действие кодекса распространяется на все публичные компании в соответствии с Законом о компаниях¹⁸. Кодекс применяется к компаниям, акции которых зарегистрированы на бирже, но также носит рекомендательный характер и для других компаний. Во многом кодекс основан на принципе «соблюдай или объясни»; однако с момента принятия изначальной версии кодекса значительное число положений, которые являлись частью кодекса, были закреплены в законе. В отношении отдельных вопросов кодекс устанавливает более строгие требования по сравнению с теми, которые предусмотрены в законе, также разъясняя содержание некоторых содержащихся в законе требований.

В настоящее время существенный объем правил в сфере корпоративного управления содержится в Законе о компаниях, с изменениями, внесенными в 2010 году Законом о корпоративном управлении¹⁹ и иными нормативными актами²⁰. Закон требует раскрывать существенный объем информации, касающейся вопросов корпоративного управления, ссылаясь не только на применимый кодекс, но также и на практику, которая выходит за рамки требований кодекса²¹, делая такое раскрытие информации обязательным.

¹⁵ Ст. 243b, § 2 Кодекса корпоративного управления.

¹⁶ Состоит из 23 членов: несколько представителей индустрии, несколько ученых, а также представителей различных профессий.

¹⁷ Королевский Указ от 6 июня 2010 года определяет Бельгийский кодекс корпоративного управления, декабрь 2009 года, в качестве основного кодекса; материалы доступны по ссылке www.corporategovernancecommittee.be.

¹⁸ Статья 96 § 2 Закона о компаниях также ссылается на ряд дополнительных информационных элементов. Аналогичное положение способствует тому, чтобы в соответствии с Королевским Указом от 6 июня 2010 года Бельгийский кодекс корпоративного управления был определен в качестве основного.

¹⁹ Закон от 6 апреля 2010 года «для укрепления надлежащего управления в публичных компаниях и независимых компаниях государственного сектора и изменения режима в банковско-финансовом секторе», или ‘Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de banken financiële sector’, B.S., 23 апреля 2010 года.

²⁰ См. Закон о гендерном разнообразии, L. 28 июля 2011 года, BS 31 августа 2011 года, и ст. 96 § 2 Закона о компаниях; также в финансовом секторе положения, регулирующие вопросы управления в банках и применения циркуляров, см. ст. 20 и далее, L. 22 марта 1993 года о правовом статусе и надзоре за кредитными учреждениями, B.S., 19 апреля 1993 года.

²¹ Ст. 96, §2, 1 и др., Закона о компаниях.

Наличие данного параллельного набора правил привело к некой путанице, поскольку оба источника требуют размещать заявление о состоянии корпоративного управления, но при этом требования к содержанию в определенной степени отличаются²². Конечно же, только Закон обеспечен правовой защитой в суде. Действия регулятора рынка ценных бумаг, Агентства финансовых услуг и рынков (FSMA), также направлены на обеспечение исполнения правовых положений в контексте проверки проспектов эмиссии ценных бумаг или отдельных годовых отчетов. Например, регулятор обязал директоров компании придерживаться надлежащей практики корпоративного управления, т.е. аргументируя, что независимые директора не должны получить вознаграждение, обусловленное размером полученной прибыли (например, опционы на акции). Очевидно, что данная мера не была успешной.

Согласно Преамбуле к кодексу мониторинг за применением кодекса осуществляется с помощью:

комбинированной системы мониторинга, которая полагается на совет директоров, акционеров компании, штатного ревизора и Комиссию по банковским, финансовым и страховым вопросам (CBFA, сейчас Агентство финансовых услуг и рынков (FSMA)), а также иные возможные механизмы.

Кодекс ссылается на устав корпоративного управления, который размещен на веб-сайте компании и содержит основные элементы политики компании, регулирующей соответствующие вопросы, и заявление о состоянии корпоративного управления, которое является частью годового отчета, и содержит (помимо ссылки на применимый кодекс) более фактологический анализ текущей практики корпоративного управления. Последний аспект также нашел отражение в Законе о компаниях.

Отчеты о статистическом мониторинге, основанные на «уставе корпоративного управления» и «заявлениях о состоянии корпоративного управления», были опубликованы консорциумом «ВБО» (VBO), организацией работодателей, и «Губерна» (Guberna), Институтом директоров, в отношении 20 компаний, которые являются частью наиболее важного биржевого индекса BEL 20. Компания «Грант Торнтон» также опубликовала обзор практики корпоративного управления в Бельгии, содержащий сопоставимые выводы²³.

Агентство финансовых услуг и рынков опубликовало аналитические отчеты о соблюдении требований кодекса, охватывающие все компании, акции которых зарегистрированы на бирже. Последняя версия отчета, относящаяся к заявлениям о состоянии корпоративного управления в 2010 году, была опубликована в сентябре 2011 года²⁴. Из сравнения этих отчетов следует, что уровень соблюдения установленных требований значительно выше среди компаний, которые являются частью индекса BEL 20, и приближается к 100 процентам, в то время как в более многочисленной группе публичных компаний и в зависимости от отдельных факторов уровень соблюдения

²² Фактически, предусмотренная законом «Декларация о надлежащем управлении» перегруппировывает отдельные элементы информации, раскрытие которых уже является обязательным, но которые сейчас были перегруппированы. Оба документа должны содержать отчет о выплате вознаграждений, подлежащий одобрению компаниями, но закон предусматривает ряд дополнительных требований в отношении раскрытия информации.

²³ Компания «Грант Торнтон», «Обзор вопросов корпоративного управления 2011 года: публичные компании прогрессируют в сфере применения регулирования корпоративного управления», материалы доступны по ссылке www.granthornton.be; см. для сравнения, «Хейдрик энд Страгглс», «Оспаривая деятельность совета директоров», Отчет о состоянии корпоративного управления в Европе 2011 года, материалы доступны по ссылке www.heidrick.com.

²⁴ Агентство финансовых услуг и рынков (FSMA), «Первая отчетность по корпоративному управлению: изучение соблюдения требований № 38», Исследования и документы, № 40, материалы доступны по ссылке www.corporategovernancecommittee.be.

указанных требований существенно ниже, несмотря на значительные улучшения²⁵.

В своем отчете за 2011 год Агентство финансовых услуг и рынков сформулировало значительное количество рекомендаций по повышению уровня соблюдения установленных требований, в частности, в следующих сферах: выплата вознаграждения – в настоящее время подробно регулируется Законом о компаниях – оценка членов совета директоров, внутренний контроль и управление рисками²⁶. Было выявлено, что подход «соблюдай или объясни» не всегда строго соблюдался, в некоторых случаях его полностью игнорировали. Если отдельные положения кодекса считаются неприменимыми, компании должны явно заявить об этом, дав соответствующие объяснения, поскольку в противном случае создается впечатление, что компания соблюдала установленные требования. Выплата вознаграждения по-прежнему остается вопросом, привлекающим значительное внимание; раскрытие информации о пенсиях может быть усовершенствовано, поскольку эти данные обычно отсутствуют.

Из обоих документов по мониторингу следует, что анализ последующей практики осуществляется с более формальной точки зрения, в основном проводится оценка наличия необходимых объяснений и изредка даются критические замечания по содержанию документа. В некоторых случаях Агентство финансовых услуг и рынков напоминает компаниям об их обязанностях, вытекающих из нового закона.

Комиссия по вопросам корпоративного управления также опубликовала руководство для обоснованного подхода «соблюдай или объясни»²⁷.

Аудиторы должны подтвердить, содержат ли годовые отчеты информацию, которая должна быть раскрыта в соответствии с законодательством, и соответствует ли эта информация данным, содержащимся в одобренной ими годовой отчетности²⁸.

Обычно они не отчитываются по вопросам в сфере корпоративного управления.

Институциональные инвесторы, которые участвуют в публичных компаниях, в редких случаях прибегают к существенным мерам в сфере корпоративного управления (Ван дер Эльст 2010 г.; 2012 г.). Попытка ассоциации по защите прав инвесторов осуществлять деятельность через специализированный инвестиционный фонд, который владеет акциями во всех бельгийских публичных компаниях, была признана несостоятельной и была отменена.

Прецедентное право Бельгии по вопросам применения кодекса корпоративного управления ограничено одним решением по компании «Фортис» (Fortis)²⁹. Компания «Фортис» была двунациональной компанией в том смысле, что ее акции состояли из двух акций («скрепленные / парные акции»), принадлежащих бельгийской материнской компании и голландской материнской компании. В принципе, обе компании должны действовать сообща. Согласно голландскому законодательству определенные важные вопросы должны быть вынесены на решение годового общего собрания голландской компании, в то время как в бельгийском законодательстве подобного требования нет. В целях ликвидации данного расхождения в устав компании «Фортис» было включено положение, согласно которому совет директоров принимает решения в соответствии с Заявлением о состоянии корпоративного управления компании «Фортис». Данное заявление содержало положение, устанавливающее требование аналогичное тому, которое

²⁵ Улучшения, в частности, в сфере управления рисками и внутреннего контроля.

²⁶ Элементы, которые в настоящее время являются частью Закона о корпоративном управлении от 6 апреля 2010 года, н. 21, см. ст. 96 § 2, 3-й, Кодекс о компаниях.

²⁷ Комиссия по вопросам корпоративного управления, «Комиссия по вопросам корпоративного управления помогает компаниям выработать содержательное «объяснение», пресс-релиз, 14 февраля 2012 года.

²⁸ Ст. 144, § 6 Закона о компаниях.

²⁹ См. Касс., 19 февраля 2010 года, Обзор практики по обществам, 2009, № 7009, 421 и Апелляционный суд, Брюссель, 12 декабря 2008 года, Обзор практики по обществам, 2009, № 7010, 432 и комментарии Де Корда (2009 год).

применяется согласно голландскому законодательству. В результате чего решение годового общего собрания бельгийской компании необходимо для принятия решения по одинаковым вопросам. В рамках упрощенного судопроизводства Апелляционный суд Брюсселя отменил решение суда первой инстанции и постановил, что перевод банковской деятельности на третью сторону в отсутствие согласия акционеров явно носил характер «серьезного противозаконного действия» и должен был быть признан недействительным. Поэтому суд принял решение приостановить его, признавая, что заявление обладало определенной юридической силой. Однако рассмотрение доводов по существу не проводилось.

7.3. Дания

Дания была первой страной, где в декабре 2001 года были приняты рекомендации в отношении корпоративного управления, последняя редакция которых датирована 2010 годом. Правовой основой кодекса является раздел 107b Закона о финансовой отчетности, предусматривающий, что заявление о состоянии корпоративного управления должно являться частью управленческого анализа в годовом отчете. Кодекс был разработан Комитетом по вопросам корпоративного управления³⁰, который рекомендовал совету директоров Nasdaq OMX принять кодекс и инкорпорировать его в свои правила листинга. Изначально данный комитет состоял из четырех видных датских граждан, в то время как сейчас комитет состоит из девяти независимых лиц (Андерсен, 2004 г.). О кодексе говорится, что он содержит положения, позаимствованные из надлежащей практики, и что он основан на принципе «соблюдай или объясни»³¹.

В кодексе значительное внимание уделяется взаимоотношениям между компанией и ее акционерами, особенно институциональными акционерами, со ссылкой на понятие «активная собственность», упомянутое в рекомендации от 30 апреля 2009 года³². Она ссылается на концепцию расширенного круга заинтересованных лиц.

Поразительно, что кодекс содержит положения о нейтралитете совета директоров в случае поглощения компании³³ и иные положения, касающиеся обязательств совета директоров. Кодекс требует наличия всеобъемлющего заявления о состоянии корпоративного управления в компании, описывающего каждый из элементов и являющегося частью управленческого отчета в годовом отчете компании. Его размещение на веб-сайте компании является подходящей альтернативой. Обновление заявления в течение года не требуется.

Мониторинг в отношении исполнения кодекса отсутствует, за исключением случаев, когда биржа оценивает, насколько понятными являются представленные объяснения. Однако четко предусмотрено, что биржа «не намерена оценивать, является ли содержание объяснения плохим или хорошим»³⁴.

7.4. Франция

На процесс мониторинга правил корпоративного управления во Франции необходимо взглянуть с разных точек зрения; помимо проработанных правил законодательства о компаниях, общий анализ должен охватывать как мероприятия по мониторингу,

³⁰ Комитет по корпоративному управлению ('Komiteen for god Selskabsledelse').

³¹ Раздел 107b и Правило 4.3 Правил эмитентов акций NASDAQ OMX Копенгаген 1–7–2010.

³² Рекомендация 2009/385, Преамбула 10.

³³ См. Положения Закона о компаниях Дании.

³⁴ www.corporategovernance.dk.

проводимые регулятором рынка ценных бумаг³⁵, так и два основных «кодекса поведения», один из которых разработан организациями работодателей, а второй органами по управлению активами. Регулятор рынка ценных бумаг – Агентство по финансовым рынкам (AMF) – играет очень сильную роль, особенно на регуляторном и консультативном уровнях. Закон уполномочил Агентство по финансовым рынкам проводить общую оценку состояния корпоративного управления, вне зависимости от источника, на котором основывается положение или практика. Агентство по финансовым рынкам видит свою роль в «поддержке надлежащей практики корпоративного управления с целью стимулирования ее принятия посредством выдачи рекомендаций и проведения анализа для дальнейшего развития»³⁶. В результате чего Агентство опубликовало восемь годовых отчетов. В самом последнем отчете Агентство оценивает соблюдение законодательных требований, а также то, каким образом компании осуществляли раскрытие информации, которое требовалось согласно документам в рамках саморегулирования. Исходя из такого интегрированного подхода, можно сделать вывод о том, что согласно Агентству по финансовым рынкам на систему необходимо смотреть в целом, и что положения в рамках саморегулирования частично дополняют, частично расширяют законодательные требования.

Несколько важных положений, касающихся вопросов корпоративного управления, было внесено в Закон о компаниях, а также в течение последних нескольких лет и в Валютно-финансовый кодекс, в результате чего система стала в значительной степени базироваться на жестких нормах закона. Внимание, которое уделялось вопросам корпоративного управления, все чаще становилось предметом применения закона и положений. Агентство по финансовым рынкам в своих годовых отчетах по вопросам корпоративного управления анализирует как применение положений о корпоративном управлении, так и развитие практики среди публичных компаний, на основании чего Агентство критикует существующие практики или выдает «рекомендации», которые хотя и не являются обязательными, но все-таки ожидается, что они будут исполняться. В годовом отчете Агентства по финансовым рынкам упоминаются случаи несоблюдения рекомендаций³⁷, каждый год повторяются рекомендации, которые были предложены в предыдущем отчете³⁸. В связи с этим нельзя не принимать в расчет необходимость принятия рекомендаций. Также в некоторых рекомендациях предлагаются изменения, некоторые из которых выходят за рамки существующих обязательств³⁹. Исследование отдельных вопросов, например, связанных с аудиторскими комитетами или функционированием общего собрания, проводилось либо самим Агентством по финансовым рынкам, либо под его руководством. В рамках последнего аспекта расширяется роль акционеров, хотя обычно эти вопросы не отражаются в этих отчетах.

Агентство по финансовым рынкам попросили дать заключение по вопросам, связанным с выплатой вознаграждений, роли аудиторского комитета, системе внутреннего контроля и управления рисками. Также следует отметить меры, предпринятые Агентством по финансовым рынкам и призванные побудить компании усилить свои политики и

³⁵ На основании ст. L.621–18–3 Валютно-финансового кодекса Агентство по финансовым рынкам потребовало, чтобы компании опубликовывали свои годовые отчеты по корпоративному управлению.

³⁶ «Чтобы сформулировать передовую деловую практику в области корпоративного управления и содействовать развитию посредством разработки рекомендаций и создания возможностей для дальнейших размышлений» (Агентство по финансовым рынкам, Отчет о корпоративном управлении и выплате вознаграждений руководителям, декабрь 2010, с.15), материалы доступны по ссылке www.amf-france.org/documents/general/10249_1.pdf.

³⁷ Отчет Агентства по финансовым рынкам 2011 года, н. 40 отчетов по самооценке членов совета директоров, а также о требованиях по предоставлению информации советам директоров о занятии должности члена совета директоров в других компаниях.

³⁸ Отчет Агентства по финансовым рынкам 2011 года, н. 40.

³⁹ Там же.

отчетность в сфере риска⁴⁰, а также указывающие, каким образом они должны найти отражение в финансовой отчетности и в годовых отчетах. Однако, похоже, что Агентство по финансовым рынкам не играет важной роли в сфере обеспечения соблюдения правил корпоративного управления.

В феврале 2012 года Агентство по финансовым рынкам опубликовало отчет о функционировании общего собрания акционеров, сфокусированный на вопросах взаимодействия между акционерами и эмитентами, осуществления права на участие в голосовании, функционирования собрания, при этом особое внимание уделяется бюро и правилам, применяемым к соглашениям с конфликтом интересов, так называемые 'conventions réglementées', т.е. соглашения между аффилированными лицами⁴¹.

В отчете содержатся выводы о ряде изменений в Закон о компаниях, правила внутренней практики или правила, касающиеся вмешательства аудиторов в некоторые из этих процедур.

Во Франции существует несколько документов, не носящих обязательного характера и регулирующих вопросы корпоративного управления: основными кодексами являются Французский кодекс корпоративного управления (AFEP-Medef), применяемый к крупнейшим случаям рыночной капитализации, и кодекс Миддлнекст (Middlenext), применяемый к малым и средним публичным компаниям. Также следует отметить предложения Французского института директоров. Французская ассоциация финансового управления (AFG) выпустила рекомендации для компаний по управлению активами, осуществляющих деятельность в сфере инвестиционных фондов.

Почти все французские компании, торгуя акциями которых осуществляется на французском официальном рынке, соблюдают Французский кодекс корпоративного управления (AFEP-Medef)⁴².

Данный кодекс был разработан двумя ассоциациями – AFEP⁴³ и Medef⁴⁴ – и в декабре 2008 года была опубликована консолидированная версия, включившая в себя правила о выплате вознаграждения, которые составили около половины положений кодекса, а вторая половина положений была посвящена составу и функционированию совета директоров. Кодекс не содержит упоминания о взаимоотношениях с акционерами, аудиторами или иными заинтересованными лицами. Обычно Французский кодекс корпоративного управления (AFEP-Medef) используется в качестве основного кодекса, предусмотренного законом⁴⁵.

Кодекс основан на подходе «соблюдай или объясни». В целях обеспечения его применения две ассоциации заявили, что они будут анализировать информацию, публикуемую компаниями, которые являются частью индекса SBF 120, используемого Объединением французских фондовых бирж. Они также добавили, что если будет выявлено, что одна из рекомендаций не выполняется без надлежащего объяснения, то они передадут вопрос на рассмотрение менеджмента соответствующей компании⁴⁶.

⁴⁰ Агентство по финансовым рынкам, «Рекомендации Агентства по финансовым рынкам в отношении факторов риска», 29 октября 2009 года.

⁴¹ Агентство по финансовым рынкам, 2012 год, «Отчет Рабочей группы по общим собраниям акционеров публичных компаний», материалы доступны по ссылке www.amf-france.org/documents/general/10334_1.pdf.

⁴² См. Перечень в Отчете по Французскому кодексу корпоративного управления (AFEP-Medef) 2010 года, в котором упоминается одна французская компания, которая не применяла кодекс (приложение 2).

⁴³ Французская ассоциация частных предприятий объединяет все крупные французские публичные компании. Она была создана в 1982 году. Материалы доступны по ссылке www.journaldunet.com/economie/enquete/afep/afep.shtml.

⁴⁴ Движение предприятий Франции включает 700 000 членов, 50 процентов которых составляют малые и средние предприятия.

⁴⁵ Закон №2008–649 от 3 июля 2008 года приводит законодательство о компаниях в соответствие с законодательством Сообщества, внося изменения в статьи L.225–37 и L.225–68 Торгового кодекса: «Когда общество добровольно ссылается на кодекс корпоративного управления, разработанный представителями коммерческих организаций, оно должно представить предусмотренный данной статьей отчет о положениях кодекса, которые не были соблюдены, с указанием соответствующих причин».

⁴⁶ www.code-afep-medef.com/la-mise-en-œuvre-des-preconisations.html.

Результаты такой деятельности публикуются в годовом отчете, три из которых уже было выпущено⁴⁷. В данных отчетах проводится анализ различных рекомендаций, предоставляются статистические данные об опциях, выбранных компаниями, например, о структуре совета директоров, количестве членов совета директоров, количестве директорских должностей, занимаемых директором, или о гендерном разнообразии, предоставляя интересную картину верхушки французского корпоративного мира. Отчет также воспроизводит поясняющие заявления компаний, которые не соблюдают рекомендации кодекса, описывая разнообразные аргументы, которые используются для отклонения от требований кодекса. Однако в отчете не комментируются данные объяснения. Более того, отсутствуют доказательства осуществления последующих действий со стороны указанных двух ассоциаций в отношении несоблюдения установленных требований этими компаниями.

Третий интересный участник обсуждений вопросов французского корпоративного управления – это акционеры, в особенности институциональные акционеры, действующие через Агентство фондового рынка, объединяя коллективных и индивидуальных управляющих активами. Агентство фондового рынка опубликовало набор Рекомендаций по вопросам корпоративного управления⁴⁸, которые в значительной степени касаются участия компаний по управлению активами в общих собраниях публичных компаний и косвенно регулирует вопросы корпоративного управления, которые выносятся на голосование собрания акционеров, например, создание совета директоров и его обязанности, выплата вознаграждения членам совета директоров и отдельные решения, принимаемые годовым общим собранием акционеров, например, меры, направленные на недопущение поглощения компании. Косвенно правовая основа закреплена в требованиях закона⁴⁹, согласно которым компании по управлению активами должны осуществлять свои права по голосованию по своим портфельным акциям, и если они этого не делают, то они должны объяснить причины таких действий. Общий регламент Агентства фондового рынка обязывает компании по управлению активами публиковать свои политики по голосованию, распределению голосов и причины голосования «против» или воздержания при голосовании⁵⁰. Французская ассоциация финансового управления (AFG) следит за повестками дня предстоящих общих собраний и комментариями своих членов («уведомлениями»), высказывая критику в отношении предлагаемых действий либо указывая, каким образом они должны быть оценены на основании ее рекомендаций.

В публикации 2012 года Французская ассоциация финансового управления проанализировала результаты голосования на общих собраниях акционеров и выявила ряд интересных тенденций (Пардо и Валли, 2012 г.). Она сообщила о росте участия компаний по управлению активами более чем в 80 процентов случаев, ссылающихся на рекомендации и уведомления Французской ассоциации финансового управления, в то время как компании по управлению активами зачастую начинают общаться напрямую с публичными компаниями до проведения общих собраний акционеров или при содействии Французской ассоциации финансового управления. Количество голосов «против» достаточно существенно⁵¹, особенно по «размывающим» капитал сделкам долевого

⁴⁷ См. 2е Годового отчета о Французском кодексе корпоративного управления (AFEP-Medef), применение кодекса укрепляет корпоративное управление в публичных компаниях, относящихся к индексу SBF 120, 2009 г., ноябрь 2010 г.

⁴⁸ Французская ассоциация финансового управления (AFG), Рекомендации по корпоративному управлению, январь 2012 г., материалы доступны по ссылке www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en.

⁴⁹ Закон о финансовой безопасности 2003 г., ст. 533–22.

⁵⁰ Агентство фондового рынка, Общий регламент, ст. 314–100 и другие; на его основе Агентство фондового рынка публикует «протоколы голосования», материалы доступны по ссылке www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=106&Itemid=152&lang=fr.

⁵¹ По имеющимся данным, не менее чем в 80 процентах французских компаний по управлению активами голосовали, как минимум, против одного вопроса. Французская ассоциация финансового управления (AFG) публикует следующий перечень причин голосования "против": (1)

финансирования и назначению директоров.

Следует особо упомянуть данные «уведомления по мониторингу»⁵² Французской ассоциации финансового управления: Ассоциация регулярно публикует комментарии к предстоящим общим собраниям акционеров, особенно по предложениям, которые идут вразрез с ее рекомендациями или вызывают иные вопросы, связанные с корпоративным управлением. К сожалению, невозможно описать многочисленные уведомления, которые публикуются каждый год⁵³. Например, одно уведомление касается назначения «независимого» директора, кандидатура которого была выдвинута на выборы, хотя ему принадлежит 9,9 процентов акций компании, или мер, направленных на недопущение поглощения компании в виде двойных прав голоса в компании, где функции председателя и генерального исполнительного директора не разделены, а существует лишь один независимый директор⁵⁴. Данные уведомления указывают членам Французской ассоциации финансового управления и общественности, в чем заключаются вопросы корпоративного управления, и каким образом они относятся к рекомендациям Французской ассоциации финансового управления, но в этих уведомлениях не содержатся формальные указания для голосования. Уведомления просто напоминают об установленной законом обязанности французских компаний по управлению активами осуществлять свои права на участие в голосовании. Фактически уведомления косвенно указывают, где именно предложения отклоняются от обычной практики корпоративного управления.

Помимо четкой структуры осуществления права на участие в голосовании Французская ассоциация финансового управления указывает на частые случаи, когда компании по управлению активами связываются с эмитентами, уведомляя их о своих общих политиках по голосованию и стандартах корпоративного управления или причинах, по которым они выступают против определенных решений, в то время как с другой стороны акционерные общества иногда консультируются с компаниями по управлению активами – или Французской ассоциацией финансового управления – относительно спорных решений.

7.5. Германия

Кодекс корпоративного управления Германии (Deutscher Corporate Governance Kodex) от февраля 2002 года была разработан Комиссией по вопросам корпоративного управления Германии и опубликован в Официальной газете. Данная Комиссия была создана в 2001 году правительством (а если конкретно – Министерством юстиции),

«размывающие» капитал сделки долевого финансирования: капитал увеличивается без соблюдения преимущественного права акционеров, увеличение капитала с периодом реализации преимущественного права, эмиссия долговых обязательств, и т.д. (29 процентов); (2) назначение членов советов директоров или наблюдательных советов: процент директоров, являющихся служащими компании, назначение на должность директора, и т.д. (23 процента); (3) сделки долевого финансирования, осуществляемые в качестве мер, направленных на недопущение поглощения компании: принятие мер по предотвращению нежелательного поглощения компании, выкуп акций, и т.д. (14 процентов); (4) схемы участия менеджмента и сотрудников компании во владении акциями: предоставление бонусных акций и опционов, выплата вознаграждения руководителям, и т.д. (13 процентов); (5) одобрение регулируемых соглашений (11 процентов); (6) назначение обязательных аудиторов и выплата им вознаграждения (4 процента); (7) изменения в учредительные документы, которые оказывают негативное влияние на права акционеров: множественные права на участие в голосовании и ограничения, изменения в устав, и т.д. (3 процента); и (8) одобрение финансовой отчетности и распределение чистой прибыли (3 процента).

⁵² Уведомления SBF 120 исходящие из «устройства контроля»: см. Программу мониторинга корпоративного управления в компаниях, относящихся к индексу SBF120» (2012 г.), материалы доступны по ссылке www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=499&Itemid=151&lang=en.

⁵³ Десять случаев в 2011 году, начиная с 2001 года.

⁵⁴ В качестве примера можно упомянуть Циркуляр № 4 относительно Деришбеура (2012 г.).

которое назначает ее членов⁵⁵.

Членами комиссии в основном являются ученые, представители ведущих деловых кругов, фондовой биржи, компаний по управлению активами или ассоциаций защиты прав инвесторов. Согласно ее уставу целью кодекса является укрепление доверия немецких и международных инвесторов к немецкому бизнесу за счет придания последнему большей прозрачности и понятности, особенно при двухслойной структуре совета директоров. Он также нацелен на то, чтобы сделать корпоративное регулирование Германии более гибким, поскольку закон сам по себе носит обязательный характер⁵⁶.

Кодекс основан на концепции, лежащей в основе немецкого корпоративного права, которая предусматривает, что компании осуществляют деятельность непрерывно и с целью создания дополнительной стоимости на устойчивой основе. Данная концепция является частью рыночной экономики и ее непрерывность имеет приоритет над интересами акционеров. В Кодекс несколько раз вносились изменения; самые последние изменения были внесены в его редакцию от 2012 года. Кодекс основан на трех основных блоках положений:

- рекомендации, которые являются обязательными для исполнения на основе принципа «соблюдай или объясни»⁵⁷;
- предложения⁵⁸, которые не носят обязательный характер и могут не применяться без указания причин; и
- правовые положения, которые по определению являются обязательными и воспроизведены в целях обеспечения ясности.

Использование кодекса являлось обязательным согласно § 161 Закона о компаниях (AktG), который воспроизводит Статью 46а IV Европейской Директивы (CRD IV), с изменениями. Она применяется к компаниям, которые либо являются публичными, либо у которой есть иные ценные бумаги – например, облигации – торговля которыми осуществляется на регулируемых рынках, включая многосторонние торговые площадки (MTFs). Указанная норма закона требует от компаний предоставления декларации о соблюдении установленных требований (Entsprechenserklärung), которые должны быть опубликованы в онлайн версии Официальной газеты. Компании, которые в полном объеме соблюдают положения кодекса, могут просто заявить о том, что они соблюдают установленные требования в полном объеме⁵⁹; другие компании должны дать объяснения в отношении того, какие положения они не соблюдают, иногда ограничиваясь формулировкой, что они не будут применять определенные положения, или что отдельное положение не адаптировано к специфике компании. Заявления относятся к прошлым фактам и к намерениям компании на ближайшее будущее, при этом последняя часть не является обязательной.

Комиссия не осуществляет деятельность по мониторингу, только вносит изменения в кодекс. За исполнением кодекса следит Берлинский центр Корпоративного управления, возглавляемый профессором Акселем фон Вердером, который с 2003 года публикует

⁵⁵ Она официально рассматривается в качестве Правительственной комиссии ('Regierungskommission').

⁵⁶ См. § 23(4) Закона о компаниях.

⁵⁷ Определено с использованием термина «должен» ('shall').

⁵⁸ Определено с использованием термина «следует» ('should') или «может» ('can').

⁵⁹ См., например, декларацию компании «БМВ» о соблюдении установленных требований в полном объеме, материалы доступны по ссылке www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/d/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/fakten_zum_unternehmen/Entsprechenserklaerung_2011_DE.pdf или декларацию компании «БАСФ» о частичном соблюдении установленных требований, материалы доступны по ссылке www.basf.com/group/corporate/de/investor-relations/corporate-governance/index, в которой говорится, что компания практически в полном объеме соблюдает необязательные положения или «предложения»; но сравните с материалами «Дойче Банка», которые доступны по ссылке www.deutschebank.de/ir/de/download/Entsprechenserklaerung_25_Okt_2011.pdf, в которых указывается, что «Дойче Банк» будет поддерживать свой внутренний подход к конфликтам интересов, несмотря на решение Суда г. Франкфурта.

ежегодные аналитические отчеты (Фон Вердер и Талоликар, 2009 год⁶⁰). В частности, в отчете за 2012 года представлена оценка кодекса, проведенная руководителями немецких публичных компаний на основании опроса, который охватил почти все компании (Фон Вердер и Бартц, 2012 год). В обзоре говорится о том, что обычно кодекс рассматривается как «негативный»⁶¹, а ряд его элементов были обозначены опрошенными лицами как особо слабые (положения, касающиеся сотрудничества между Правлением и Наблюдательным советом).

Существует ряд ассоциаций инвесторов, осуществляющих свою деятельность в сфере защиты прав акционеров⁶², однако представляется, что они не играют заметной активной роли⁶³. Ассоциация институциональных акционеров (Vereinigung Institutionelle Privatanleger или VIP) поддерживает этические цели, а также цели в сфере охраны окружающей среды, социальной защиты населения и корпоративного управления и недавно заняла активную позицию в процессе рассмотрения одного дела⁶⁴.

Некоторые ассоциации представляют в основном интересы публичных компаний⁶⁵; другие в большей степени сконцентрированы на вопросах охраны окружающей среды, социальной защиты населения и корпоративного управления⁶⁶ или желают усовершенствовать функционирование наблюдательных органов⁶⁷.

Перспектива государства и, в частности, государственных фондов, являющихся крупнейшими акционерами в национализированных банках, является новой (Хопт, 2009 год). Также стоит отметить, что был разработан ряд иных кодексов корпоративного управления, например, для семейных фирм⁶⁸ или для фирм с государственным участием⁶⁹. Однако оценить их роль не представляется возможным.

Правовая функция кодекса обсуждалась в трудах правоведов и нашла отражение в нескольких судебных решениях (Геххардт, 2012 год). Одно из них касается действительности решений, принятых органами компании, которые шли вразрез с рекомендациями, закрепленными в кодексе. Вообще говоря, можно утверждать, что ответственность будет наступать в случае предоставления недостоверных или неполных заявлений, но не нарушения положений кодексов как таковых. Компании должны обеспечить постоянную актуальность своих заявлений о состоянии корпоративного управления, чтобы оправдать уверенность в них своих инвесторов. Представители

⁶⁰ См. Отчеты с 2003 г. по 2012 г. на сайте www.bccg.tu-berlin.de/main/publikationen.htm. Также они были опубликованы в Der Betrieb.

⁶¹ Концепция «соблюдай или объясни» или «нормативный подход» получила отрицательную оценку: «явно негативное отношение к функционированию Кодекса», Опрос, Der Betrieb, 2009 г., 872; также со стороны индустрии возникли вопросы о пользе кодекса по сравнению с правовыми обязанностями: Е.Восчерау, «Требования к членам совета директоров», Институт акционерных обществ Германии (Deutsches Aktieninstitut), 26 октября 2010 года; Председатель Наблюдательного совета компании «Люфтваганза» Юрген Вебер «Перспективы корпоративного управления в следующем десятилетии», 64. Экономист категории бизнес, 29 сентября 2010 года.

⁶² Общество Германии по защите прав на ценные бумаги и по защите прав инвесторов.

⁶³ См. Кодекс корпоративного управления для компаний по управлению активами, 27 апреля 2005 года, материалы доступны по ссылке www.dvfa.de/files/home/application/pdf/Kodex_CorpGov_AssetMmt.pdf. Кодекс требует, чтобы эти компании участвовали в голосовании; он ссылается на используемый в нем принцип «соблюдай или объясни».

⁶⁴ Согласно веб-сайту: «Ряд инвесторов, включая «Гермес» (Hermes) из Великобритании и Ассоциацию институциональных акционеров Германии (VIP), подали ходатайство против Наблюдательного совета «Дойче Банка». Инвесторы были недовольны проведенным советом директоров планированием преемственности для Генерального исполнительного директора Джозефа Акермана, а также завышенными выплатами руководству и плохо проработанной стратегией устойчивого развития». См. Рейтер, 24 апреля 2012 года.

⁶⁵ Институт акционерных обществ Германии (Deutsches Aktieninstitut) в основном представляет интересы немецких публичных компаний; материалы доступны по ссылке available at www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_startup_e.htm

⁶⁶ Ассоциация этических акционеров, www.kritischeaktionae.de/presse.html.

⁶⁷ Ассоциация наблюдательных советов в Германии (VARD).

⁶⁸ Кодекс корпоративного управления для семейных фирм – Руководящие принципы ответственного управления для семейных фирм – (ред. От 19 июня 2010 года), материалы доступны по ссылке www.intesonline.de/UserFiles/File/GovernanceKodexDeutsch.pdf.

⁶⁹ Кодекс корпоративного управления для компаний с государственным участием (Государственный кодекс), Принципы надлежащего корпоративного управления для холдингов с прямым или косвенным государственным участием, материалы доступны на bundesfinanzministerium.de/nr_39010/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Bundesliegenschaften_und_Bundesbeteiligungen/Public_corporate_governance_Kodex/AnlagePCGKengl,templateId=raw,property=publicationFile.pdf. Данные принципы применяются с 1 июля 2009 года. Они не применяются к публичным компаниям.

ведущих деловых кругов высказали реальную озабоченность в отношении данного аспекта своей ответственности (Фон Вердер и Бартц, 2012 год).

Первое решение Верховного Суда⁷⁰ о юридическом статусе Кодекса корпоративного управления Германии касается рассмотрения дела «Кирш против Дойче Банка» (Kirsch v. Deutsche Bank), в котором к «Дойче Банку» и его председателю был подан иск на основании публичной декларации председателя банка о его состоятельности. Банк взял на себя ответственность за заявление председателя, но не упомянул в своем заявлении о состоянии корпоративного управления ни этот факт, ни то, каким образом совет директоров решил этот вопрос, хотя очевидно, что такая обязанность была на них возложена согласно положения кодекса о конфликте интересов. Суд принял решение, что данное упущение было юридически важным, поскольку являлось недостоверным заявлением о существенном факте. Это могло сделать решение общего собрания о снятии ответственности оспоримым. Кодекс считается выражением общей законодательной нормы: хотя отступления от его требований допускаются, в данном случае это отступления не от конкретного правила, а от общих принципов или норм, которые нашли отражение в положениях кодекса (Латтер, 2011 год). Заявление о состоянии корпоративного управления в компании можно сравнить с проспектом выпуска ценных бумаг, когда есть разумное ожидание в отношении того, что его содержание является достоверным, а для повышенных ожиданий будут обоснованы.

Апелляционный суд Мюнхена⁷¹ поддержал возможность аннулирования решения годового общего собрания акционеров в случае нарушения положения кодекса, касающегося возрастного ограничения для членов Наблюдательного совета. Ничтожность данного решения, которое не было принято по уважительным причинам, было обосновано тем фактом, что органы компании не приняли заявление о состоянии корпоративного управления, хотя компания взяла на себя соответствующие обязательства в отношении такого заявления, и у акционеров было бы право полагаться на это заявление, подразумевая, что заявление должно быть адаптировано с учетом изменений, которые произошли в течение года. Однако решение не могло быть основано на формальных положениях закона, устанавливающего наказание за нарушение закона или устава компании, поскольку кодекс не является юридически обязательным документом и не одобрен правительством, а просто состоит из правил поведения в бизнесе.

7.6. Италия

Кодекс корпоративного поведения (Codice di Autodisciplina⁷²) был разработан Комитетом по вопросам корпоративного управления, состоящим из представителей ведущих деловых кругов и поддерживаемым основными коммерческими организациями⁷³, включая ассоциации институциональных инвесторов и Итальянскую фондовую биржу (Borsa Italiana S.p.A.). Комитет является частью Итальянской фондовой биржи, которая следит за применением кодекса, указывая при необходимости на возможные улучшения. Кодекс может рассматриваться в качестве документа, подготавливающего компании для допуска их ценных бумаг к официальной торговле на фондовой бирже. Последняя редакция кодекса датирована декабрем 2011 года.

⁷⁰ Федеральный суд юстиции (BGH), 16 февраля 2009 года, II ЗР 185/07.

⁷¹ Апелляционный суд г. Мюнхена, 6 августа 2008 года, 7 У 5628/07.

⁷² Комитет по вопросам корпоративного управления, Кодекс корпоративного поведения, декабрь 2011 (последняя версия).

⁷³ АБИ (ABI / Ассоциация банков Италии), АНИА (ANIA / Национальная ассоциация страховых компаний), Ассониме (Assonime / Ассоциация итальянских акционерных обществ), Конфиндустрия (Confindustria / Всеобщая конфедерация итальянской промышленности) и Ассогестioni (Assogestioni / Итальянская ассоциация по управлению инвестициями).

Закон предусматривает, что публичные компании обязаны публиковать в своих управленческих отчетах «отчет о состоянии корпоративного управления и структуре собственности», требования к содержанию которого закреплены непосредственно в самом законе⁷⁴. В тех же отчетах компании должны предоставлять информацию в отношении «принятия кодекса корпоративного поведения, одобренного компаниями, деятельность которых регулируется фондовыми биржами, или торговыми ассоциациями⁷⁵». В результате чего на настоящий момент почти все итальянские публичные компании приняли к исполнению Кодекс поведения⁷⁶. Данное заявление подпадает под действие режима «соблюдай или объясни», поскольку компания обязана указать причины, по которым не соблюдались отдельные положения кодекса. Также следует отметить практику поведения компаний «в дополнение» к установленным в законе требованиям⁷⁷.

Положения кодекса разделяются на принципы и критерии применения⁷⁸, которые носят являются обязательными для компаний, которые заявляют о соблюдении кодекса на основании принципа «соблюдай или объясни». Кодекс также содержит комментарии, состоящие из «предложений», которые могут быть проигнорированы без объяснений⁷⁹. Ожидается, что компании будут опубликовывать заявления о состоянии корпоративного управления, указывая, каким образом применялись соответствующие принципы и критерии, либо причины, по которым компания уклонялась от их соблюдения. Комитет заявляет, что он будет «осуществлять мониторинг» применения кодекса⁸⁰.

Начиная с 2001 года, Ассоциация итальянских акционерных обществ (Assonime; с 2004 года с Ассоциацией эмитентов ценных бумаг) каждый год публикует подробный отчет, содержащий данные о соблюдении итальянскими публичными компаниями Кодекса корпоративного управления⁸¹. В этих ежегодных отчетах содержится глубокий анализ соблюдения компаниями наиболее существенных рекомендаций, содержащихся в кодексе, и также обсуждаются различные последние регуляторные вопросы или высказывается мнение по вопросу их толкования. Отчеты Ассоциации итальянских акционерных обществ являются ценным источником информации и дают понимание относительно итальянской системы корпоративного управления. В данных отчетах не публикуются названия компаний, которые не применяли кодекс на практике, также Ассоциация итальянских акционерных обществ не вправе взаимодействовать с ними.

Несмотря на то, что заявления о состоянии корпоративного управления и отчеты о выплате вознаграждений являются регуляторной информацией⁸², Консобр (Consob), регулятор рынка, в основном занимается введением в действие регуляторных заявлений, но, очевидно, не применением кодекса. До сегодняшнего дня Комитет по корпоративному управлению не функционировал в качестве органа, обеспечивающего исполнение кодекса.

⁷⁴ Статья 123bis Консолидированного закона о финансах (TUF).

⁷⁵ Article 123bis(2) Консолидированного закона о финансах (TUF).

⁷⁶ Фактически 95 процентов публичных компаний (за исключением 13 компаний) однозначно заявили, что они не придерживаются соблюдения кодекса, но предоставляют информацию о собственных системах корпоративного управления: см Исследования Ассоциации итальянских акционерных обществ (Assonime), 2012 год, § 2.1. В дополнение к этому 31 компания объявила, что они не будут применять одно или несколько положений кодекса, в особенности те, которые касаются независимости членов совета директоров.

⁷⁷ Article 123bis(2) Консолидированного закона о финансах (TUF).

⁷⁸ Термин «criteri applicative» (применение критериев) объясняется как рекомендованное поведение, необходимое для достижения целей кодекса.

⁷⁹ Они призваны проиллюстрировать значение принципов и термин «criteri applicative» (применение критериев) и некоторые способы достижения заявленных целей.

⁸⁰ Выражение «осуществлять мониторинг» использовалось с момента введения в действие кодекса в редакции 2011 года.

⁸¹ См. Последний отчет «Корпоративное управление в Италии: соблюдение Кодекса корпоративного управления и сделки с аффилированными лицами» (2011 год), материалы доступны по ссылке www.assonime.it.

⁸² Статья 113ter Консолидированного закона о финансах (TUF), ссылающаяся на информацию, рассмотренную в Главах I и II, Разделах 1, I-bis, и V-bis.

Недавно комитет заявил о своем намерении провести оценку целесообразности повторного введения в действие механизма «соблюдай или объясни» и соответствующей деятельности по мониторингу.

Кодекс в значительной степени уделяет большое внимание вопросам, связанным с советом директоров, равно как и вопросам по структуре собственности (Бьянчи и др., 2011 год). В кодекс несколько раз вносились изменения: в 2011 году были добавлены правила о выплате вознаграждения, а версия от декабря 2011 года включала в себя различные изменения, которые появлялись на протяжении некоторого времени и учитывали потребности менее крупных публичных компаний. Новый кодекс был упорядочен и в то же время усилен в целях повышения эффективности рекомендаций, тем самым была учтена самая последняя национальная и международная надлежащая практика, в особенности касающаяся центральной позиции совета директоров, включая «независимых директоров», роль комитетов совета директоров и усиление системы внутреннего контроля.

В частности, кодекс сфокусирован на роли и составе совета директоров и его внутренних комитетов, независимых директорах, выплате вознаграждения, системе внутреннего контроля и управлении рисками. Содержание и порядок передачи информации в «Консоб» осуществляется частично в соответствии со стандартизированными таблицами, созданными согласно инструкциям «Консоба»⁸³. В соответствии с законом от 2011 года «Консоб» опубликовал руководство, обеспечивающее гендерное разнообразие в итальянских публичных компаниях⁸⁴. Закон 2011 года также ограничил количество директорских должностей, которые может занимать отдельный директор в финансовых учреждениях⁸⁵. Закон предусматривает, что компании по управлению активами должны голосовать за свои портфельные компании⁸⁶. Было проведено научное исследование роли и влияния отдельных групп институциональных инвесторов (Бьянчи и Энрикес, 2001 год; Баруччи и Секаччи, 2005 год; Баруччи и Фалини, 2005 года; Бьянка, 2008 год).

В научном исследовании Бьянчи и др. (2011 год) изучил вопрос соблюдения кодекса и пришел к выводу, что уровень соблюдения установленных требований ниже официально заявленного. Последний анализ, проведенный Ассоциацией итальянских акционерных обществ и Ассоциацией эмитентов ценных бумаг, показал, что качество и количество раскрытия информации в целом находится на хорошем уровне, а также что в последние годы повысился уровень прозрачности информации о причинах неприменения кодекса. Однако представители ведущих деловых кругов потребовали проведения независимого мониторинга, не указывая при этом, каким образом эта цель должна быть достигнута.

7.7. Люксембург

Люксембург принял свои рекомендации по вопросам корпоративного управления в 2006 году⁸⁷, которые являются частью условий листинга, одобренных Люксембургской

⁸³ «Консоб» (Consob), Правила эмитентов, ст. 100 – Состав органов управления и контроля, генеральный директор, согласно закону от 12 июня 2011 года № 120.

⁸⁴ Статьей 1 закона № 120 от 12 июля 2011 года были внесены изменения в Консолидированный закон о финансах (ст.ст. 147 и 148b), требующие введения норм закона, согласно которым представители пола, который менее всего представлен в соответствующих органах компании, должны получить не менее одной трети от числа членов совета директоров.

⁸⁵ Закон № 214/2011 «Защита конкуренции и личных перекрестных владений акциями на кредитных и финансовых рынках» запрещает исполнительным директорам занимать место в совете директоров более чем в одном финансовом учреждении, осуществляющем деятельность в том же секторе или на том же рынке.

⁸⁶ Статья подраздела 2 (Консолидированный закон о финансах или Законодательный декрет № 58 от 24 февраля 1998 года; Консолидированный закон о финансах согласно статьям 8 и 21 закона № 52 от 6 февраля 1996 года).

⁸⁷ Официальное наименование «Десять принципов корпоративного управления Люксембургской фондовой биржи», 2-е изд., ред. 2009 года.

фондовой биржей, последняя редакция условий была одобрена указом министра. Кодекс был разработан членами публичных компаний, финансовыми посредниками и представителями биржи при научной поддержке юридического факультета Люксембурга. Кодекс применяется к люксембургским публичным компаниям, уделяя особое внимание компаниям, акции которых зарегистрированы на нескольких биржах, которые могут свободно следовать более строгим требованиям иностранных бирж. Ожидается, что компании будут публиковать «Устав корпоративного управления» на своих веб-сайтах и «Заявление о состоянии корпоративного управления» в своих годовых отчетах.

Кодекс представляет собой достаточно проработанный документ, состоящий из подлежащих применению принципов, рекомендаций, требующих использования подхода «соблюдай или объясни», и руководящих принципов, которые носят необязательный характер. Биржа обеспечивает принятие рекомендаций в рамках проводимых внутренних проверок раскрытия информации, предусмотренной условиями листинга, а последующая содержательная деятельность – это уже задача акционеров. Обязательное раскрытие информации контролируется финансовым надзорным органом, Комиссией по надзору за финансовым сектором (CSSF).

7.8. Нидерланды

Вопросы корпоративного управления и применение соответствующих положений, в особенности кодексов, привлекали большое внимание в Нидерландах (МакКахери и Вермюлен, 2009 г.).

7.8.1 Кодекс корпоративного управления

В Нидерландах практика корпоративного управления основана на проработанных правовых положениях, изложенных во втором томе Гражданского кодекса, а также в подробном кодексе корпоративного управления, который был создан на основе действовавших ранее похожих документов, известных как Кодекс Табаксблата, хотя предыдущие документы также сразу вызвали интерес⁸⁸. Действующий кодекс датирован 2008 годом и основан на двух частях, различающих принципы и практические комментарии. Министерство определило кодекс в качестве применимого кодекса, как это указано в статье 391(4) Акта о компаниях⁸⁹, согласно которой министерство будет принимать решение об «актуальности и полезности» кодекса⁹⁰. Кодекс основан на подходе «соблюдай или объясни». Положения кодекса, базирующегося на механизме саморегулирования, не подлежат принудительному применению регуляторами, т.е. рыночным регулятором и пруденциальным регулятором, но оба регулятора сталкиваются с правилами корпоративного управления, которые содержатся в соответствующих директивах ЕС пруденциального или рыночного характера.

Практика корпоративного управления нашла отражение в подготовленных отчетах Комиссии по мониторингу в сфере корпоративного управления, которая опубликовала уже третье оценочное исследование в этой области. Данная комиссия была создана 2 июля 2009 года по решению Кабинета министров⁹¹ и состоит из семи членов – представителей ведущих деловых кругов, практикующих юристов и ученых, которым помогает секретариат, состоящий из представителей двух участвующих министерств (министерства

⁸⁸ Так называемые Рекомендации Пиинтерса 1997 года, материалы доступны по ссылке www.ecgi.org/codes/documents/nl-peters_report.pdf.

⁸⁹ Решение, 20 марта 2009 года, Ст. 2009, 154.

⁹⁰ ‘actualiteit en bruikbaarheid’ («актуальность и полезность»)

⁹¹ Решение от 6 декабря 2004 года, опубликовано в Правительственной газете № 241 от 14 декабря 2004 года.

финансов и министерства экономики). Задача Комиссии по мониторингу в сфере корпоративного управления была описана следующим образом: «подготовка на ежегодной основе обзора в отношении того, как и в каком объеме применялись положения кодекса; более того, Комиссия будет держать себя в курсе международных изменений в сфере корпоративного управления с точки зрения сближения кодексов».

Комиссия осуществляет подробную проверку заявлений о состоянии корпоративного управления, которые были опубликованы голландскими публичными компаниями. Результатом данного анализа стал ряд выводов в отношении общего уровня соблюдения установленных требований⁹², прогресс, который был достигнут с момента выпуска предыдущего отчета, а также отдельные комментарии по случаям соблюдения, недостаточного соблюдения и несоблюдения установленных требований.

Комиссия уточнила понятие подхода «соблюдай или объясни», разграничив, что следует считать четким соблюдением установленных кодексом требований, упомянув применение положений кодекса и их несоблюдение с предоставлением мотивированного объяснения. В отчетах по мониторингу обозначен статус применения и указаны наиболее важные положения, по которым даны объяснения. С течением времени выбор положений для комментариев меняется⁹³ в зависимости от внимания комиссии к конкретному вопросу.

В отчете по мониторингу обозначены случаи несоблюдения положений кодекса, особенно когда отсутствуют объяснения, или когда объяснений недостаточно. Если компания заявляет, что положение не применяется по специфическим для нее причинам, или что решение о применении отдельного положения будет приниматься в каждом конкретном случае, то это расценивается как несоблюдение положений кодекса. Комиссия также указывает на опасность использования стандартных формулировок объяснений, которые компании иногда копируют друг у друга⁹⁴, что является плохой привычкой, поскольку объяснение должно идти в привязке к конкретной фирме. Также часто встречаются временные отступления от положений кодекса, что является допустимым, но не более чем на один год. Объяснения должны быть точными, например, в отношении оценки совета директоров необходимо описать метод проводимой оценки и результаты. В некоторых случаях комиссии осуществляют толкование положений кодекса⁹⁵.

Помимо этих обзоров комиссия разработала методику, направленную на стимулирование компаний к принятию кодекса, например, с помощью проведения заседаний, посвященных применению кодекса⁹⁶, с участием директоров, топ-менеджеров и акционеров, привлекая внимание к отдельным аспектам и способствуя обмену опытом. В отчете не указано, обсуждаются ли на этих заседаниях отдельные случаи, особенно факты несоблюдения положений кодекса; однако, учитывая состав участников этих заседаний, представляется, что такие обсуждения вряд ли имеют место. Помимо этого также проводятся заседания, организованные ассоциациями работодателей, основными профсоюзами, Ассоциацией эмитентов ценных бумаг, Ассоциацией инвесторов и Ассоциацией бухгалтеров, а также двумя надзорными органами. На 2012 было запланировано тесное сотрудничество с Финансовым комитетом Парламента.

В рамках проводимых годовых общих собраний акционеров комиссия анализирует

⁹² См. Отчет Комиссии по мониторингу в сфере корпоративного управления, 2011 г., стр. 24 и др.

⁹³ Перечень см. там же, стр. 19.

⁹⁴ Там же, стр. 12 и др.

⁹⁵ Например, является ли выплата премии (компенсации) за увольнение при добровольном увольнении директора случаем, когда такая выплата считается неприемлемой согласно Комиссии?: Отчет Комиссии по мониторингу в сфере корпоративного управления, 2011 г., стр. 11, или период владения принадлежащими директору блокированными акциями, допускающий исключение для их продажи, что служит для авансового финансирования налогового бремени, там же, стр. 14?

⁹⁶ 'Nalevingsbijeenkomsten' или совещания по вопросам осуществления.

положение институциональных инвесторов. Голландский кодекс корпоративного управления предусматривает, что институциональные инвесторы обязаны публиковать свои политики по голосованию, отчет о применении этих политик (на ежегодной основе) и свои результаты голосования (на ежеквартальной основе). Форум корпоративного управления «Юмедион» (Eumedion) разработал «Надлежащую практику 7», в которой требуется, чтобы участники осмотрительно использовали свои права на участие в голосовании и в соответствии со своими политиками по голосованию. См. следующий раздел.

7.8.2 Иные рекомендации по вопросам корпоративного управления

7.8.2.1. Институциональные инвесторы Другие организации опубликовали рекомендации по корпоративному управлению, рассмотрев определенные вопросы со своей точки зрения. «Юмедион», который является голландской профессиональной организацией крупных институциональных инвесторов, в основном пенсионных фондов и компаний по управлению активами, опубликовал документ под названием «Надлежащая практика участия в долевой собственности»⁹⁷, в котором предусмотрено, что члены «Юмедиона» и иные заинтересованные акционеры должны активно взаимодействовать с компанией, являющейся объектом инвестиций, и отчитываться на основе принципа «соблюдай или объясни»⁹⁸. Секретариат «Юмедиона» осуществляет мониторинг таких управленческих мероприятий на основе годовых отчетов организаций-членов и представляет совету директоров «Юмедиона» отчет, который частично публикуется.

В рамках руководства, которое содержится в Надлежащей практике, был представлен перечень инструментов, представляющий собой набор эскалационных шагов для тех случаев, когда расхождение во мнениях институционального инвестора и менеджмента компании, являющейся объектом инвестиций, не было устранено. Нижеприведенный перечень может рассматриваться в качестве стандартного набора инструментов для инвесторов, которые позволяют обеспечить надлежащий учет советом директоров их точек зрения.

Элементы такого рода политики могут включать в себя:

- написание письма в адрес менеджмента и/или наблюдательного совета, в котором даются пояснения в отношении вызывающих озабоченность вопросов;
- проведение дополнительных заседаний с участием представителей менеджмента и/или наблюдательного совета, особенно для обсуждения вызывающих озабоченность вопросов;
- проведение заседаний с иными заинтересованными лицами, такими как акционеры, банки, кредиторы, советы предприятий и некоммерческих организаций (НКО);
- высказывание озабоченности на собраниях акционеров;
- выступление с публичным заявлением;
- вмешательство в решение отдельных вопросов совместно с другими институциональными инвесторами;
- требование о включении отдельных вопросов в повестку дня общего собрания акционеров или требование о созыве внеочередного общего собрания акционеров;
- представление одной или нескольких кандидатур членов совета директоров и/или наблюдательного совета в зависимости от ситуации;
- предъявление иска, когда это целесообразно, например, инициирование запроса в

⁹⁷ Документ «Надлежащая практика» был принят 30 июня 2011, материалы доступны по ссылке www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf.

⁹⁸ См. § 1.3 Надлежащей практики, пт. 8.

Палату предприятий при Апелляционном суде г. Амстердама;

– продажа акций.

«Юмедион» также публикует меморандумы с изложением позиции по отдельным вопросам; часто такого рода аналитические исследования сопровождаются рекомендациями. Некоторые из этих рекомендаций касаются вопросов выплаты вознаграждения, дивидендной политики и приобретения собственных акций⁹⁹, и зачастую они выходят за рамки требований общего кодекса корпоративного управления. Так, последняя редакция Принципов выплаты вознаграждений¹⁰⁰ предусматривала, что годовое общее собрание акционеров должно не только одобрить политику по вопросам выплаты вознаграждений, но также и отчет о выплате вознаграждений, подготовленный наблюдательным советом и описывающий индивидуализированное применение общей политики по вопросам выплаты вознаграждений, должен быть представлен на «голосование» на общем собрании акционеров, хотя это, возможно, не должно рассматриваться в качестве формального одобрения. Если наблюдательный совет этого не сделает, акционеры могут высказать свое мнение, а именно свою неудовлетворенность в контексте других голосов, особенно в части принятых решений относительно освобождения членов наблюдательного совета от ответственности.

Некоторые институциональные инвесторы создали отдельные инвестиционные фонды, в которых размещаются ценные бумаги, являющиеся основой для более активного подхода к взаимодействию и которые могут находиться во владении в течение более длительного срока. В зависимости от их организационной формы данные отдельные фонды могут также помочь решить конфликтную ситуацию, например, относящуюся к получению информации, влияющей на цену акций.

7.8.2.2. Государственные инвесторы Ассоциация инвесторов на рынке ценных бумаг (*Vereniging van Effectenbezitters* или VEB) существует уже 86 лет, объединяет индивидуальных и корпоративных инвесторов через инвестиционные клубы (352) и осуществляет защиту их прав. Ежегодно представители Ассоциации участвуют приблизительно в 150 общих собраниях акционеров и осуществляют активную деятельность, наиболее видимая часть которой заключается в подаче многочисленных судебных исков за ненадлежащее руководство компанией, манипулирование рынком и публикацию недостоверной информации. Эти достаточно заметные судебные иски привели к принятию нескольких знаковых решений в сфере защиты прав инвесторов и корпоративного управления, как это более подробно описано ниже. В Ассоциации инвесторов на рынке ценных бумаг существует служба прямой связи для инвесторов с выделенным телефоном горячей линии, регулярно публикуется информация об инвестиционных фондах, включая рейтинги этих фондов. Ассоциация также проводит общественные акции, направленные против взимания комиссионных за продажу. Ассоциация опубликовала кодекс поглощения, содержащий ряд общих принципов¹⁰¹ и рейтинги корпоративного управления, однако, похоже, что эта практика была прекращена.

7.8.2.3. Банки В результате банковского кризиса, который произошел в 2010 году, Ассоциация голландских банков (NVB) разработала добровольный кодекс в развитие

⁹⁹ Рекомендация 2009 г., «Рекомендации о разрешении на приобретение собственных акций и об ответственности за дивидендную политику», материалы доступны по ссылке www.eumedion.nl.

¹⁰⁰ ‘uitgangspunten’ или предположения.

¹⁰¹ Годовой отчет Ассоциации инвесторов на рынке ценных бумаг, 2010 г., стр. 15.

отчета Консультативного комитета по развитию банков¹⁰². Кодекс был подписан лицензированными банками Нидерландов и призван восстановить общественное доверие к банкам после кризиса¹⁰³. Он содержит несколько положений, касающихся корпоративного управления, в особенности состава и функционирования наблюдательного совета и правления банков, подчеркивая важность наличия системы управления рисками и этического поведения в банках. Кодекс требует, чтобы «руководство банками осуществлялось осмотрительно с учетом интересов всех сторон, участвующих в банке, таких как клиенты банка, его акционеры и сотрудники банка».

Кодекс основан на подходе «соблюдай или объясни» и его исполнение контролируется независимой Комиссией по мониторингу банков, назначаемой Ассоциацией голландских банков по согласованию с Министерством финансов. В первом отчете Комиссии по мониторингу банков указывалось на прогресс, который был достигнут в принятии принципов, особенно крупнейшими банками. Отчет является в достаточной степени описательным и не обозначает вопросы, которые касаются конкретного банка. В отчете открыто ставится под сомнение подход, заключающийся в саморегулировании, но при этом указывается, что переход к жесткому правовому регулированию будет «ненадлежащим и преждевременным»¹⁰⁴.

7.8.2.4. Иные кодексы корпоративного управления Существует несколько иных сфер, в которых были разработаны добровольные кодексы корпоративного управления, что во многом было простимулировано идеями и принципами основного кодекса для публичных компаний¹⁰⁵.

7.8.3. Голландское прецедентное право

Голландскими судами, включая Верховный суд, было вынесено несколько важных решений по вопросам корпоративного управления. Большинство дел было сначала передано в Палату предприятий (Ondernemingskamer), специализированную палату при Апелляционном суде г. Амстердама, которая в соответствии с Законом о компаниях уполномочена рассматривать споры между советами директоров, акционерами и работниками компании. Палата вправе определять запросы по аспектам деятельности компании и принимать меры, которые необходимы для исправления полученных выводов, – особенно, если имело место ненадлежащее управление компаний. Полномочия Палаты достаточно широкие и включают право аннулировать или приостанавливать действие решений любого корпоративного органа управления, заменять, временно отстранять от должности и даже увольнять с должности членов наблюдательного совета или совета директоров; вносить временные изменения в устав компании; передавать акции администратору; и при необходимости даже инициировать ликвидацию компании¹⁰⁶. Ряд решений Палаты предприятий затрагивали вопросы корпоративного управления, наиболее свежие решения касались принципов управления или самого кодекса. Часто данные решения являются достаточно сложными; поэтому приведенное ниже краткое изложение

¹⁰² См. Консультативный комитет по развитию банков: «Восстановить доверие», 2009 год, материалы доступны по ссылке www.nvb.nl/publicaties/090407-web_rapport-adviescommissie_toekomst_banken_def.pdf. www.nvb.nl/index.php?p=290335. Кодекс датирован 9 сентября 2010 года.

¹⁰³ Было упомянуто, что данная инициатива была принята во избежание более навязчивого государственного регулирования.

¹⁰⁴ Кодекс Комиссии по мониторингу банков, Rapportage Implementatie Code Banken, декабрь 2011 года, стр. 8, материалы доступны по ссылке: www.nvb.nl/code-banken/rapportage_implementatie_codebanken_dec2011.pdf.

¹⁰⁵ См., например, для госпитального сектора: Кодекс управления в сфере здравоохранения, материалы доступны по ссылке www.brancheorganisatieszorg.nl/governancecode_.

¹⁰⁶ Статья 2:356 Гражданского кодекса.

ограничено заявлениями судов, которые непосредственно касаются вопросов корпоративного управления.

Несколько решений касаются взаимоотношений между советом – обычно это наблюдательный совет, типичный орган управления для крупных голландских публичных компаний – и акционерами, которые обычно оспаривают решения наблюдательного совета, которые противоречат интересам акционеров и о которых, по мнению акционеров, они не были надлежащим образом извещены или которые не были переданы годовому общему собранию акционеров на одобрение. В большинстве случаев Палата предприятий выносила решения в пользу истцов, но часто Верховный Суд отменял такие решения. В одном из знаковых решений Суд постановил, что ни закон о компаниях, ни внесенные в него впоследствии рассматриваемые изменения, ни общепринятые взгляды на вопросы корпоративного управления¹⁰⁷ не могли являться обоснованием того, что наблюдательный совет был обязан представить предложение годовому общему собранию акционеров относительно частного предложения в отношении существенной части деятельности компании¹⁰⁸.

В деле банка «АБНАмро» (ABNAmro), которое касалось продажи расположенного в США «Банка ЛаСалль» (LaSalle Bank), акционеры оспорили продажу банка, которая была осуществлена исключительно по решению наблюдательного совета, а не годового общего собрания акционеров. Верховный Суд постановил отменить решение Палаты предприятий после проведения достаточных консультаций и надлежащего учета интересов всех заинтересованных сторон в соответствии с преамбулой Кодекса Табаксблата. Суд указал, что в этом Кодексе выражена общепринятая точка зрения в отношении голландского законодательства, и он соответствует основным понятиям «разумности и справедливости», закрепленным в законодательстве о компаниях, которые применяются ко всем решениям, принимаемым в компании (ст. 2.9 Гражданского кодекса), а решение в свою очередь отвечало критериям надлежащего выполнения своих обязанностей со стороны каждого директора¹⁰⁹.

Ни закону, ни устав не дают годовому общему собранию акционеров право одобрения, равно как и не обязывают наблюдательный совет консультироваться с акционерами. Согласно Верховному Суду общепринятое юридическое заключение, выраженное в кодексе корпоративного управления, не приводит к выводу о том, что наблюдательный совет компании обязан получать одобрение акционеров или консультироваться по поводу решения, которое отнесено к компетенции наблюдательного совета, лишь на том основании, что акционеры заинтересованы в продаже своих акций по наивысшей цене¹¹⁰. В другом параграфе Суд указал, что положения кодекса о взаимоотношениях между Наблюдательным советом и акционерами не подразумевают того, что совет обязан обосновывать свои решения по рассматриваемым вопросам¹¹¹.

В деле компании «Версател» (Versatel) оспаривались решения назначенного судом временного администратора; Верховный Суд постановил, что полномочия администратора вытекают из положений закона о полномочиях директоров и из положений кодекса корпоративного управления¹¹².

¹⁰⁷ Решение ссылается на заявление Комиссии Пиитерса от 1997 года, www.commissiecorporategovernance.nl/Commissie%20Peters, на которое компания дала комментарии в своем годовом отчете: «Рекомендации для эффективного управления, надлежащего надзора и подотчетности» в отчете «Корпоративное управление в Нидерландах», 1997 год.

¹⁰⁸ Верховный суд Нидерландов (Hoge Raad; HR), 21 февраля 2003 года, компания «Холландш Бетон Групп» (Hollandsche Beton Group), решение AF1486, § 6.4.2.

¹⁰⁹ Верховный суд Нидерландов, 9 июля 2010 года, решение по делу банка «АБНАмро» (ABNAmro) 09/04465 и 09/04512, § 4.4.2.

¹¹⁰ Верховный суд Нидерландов, июль 2010 года, решение по делу банка «АБНАмро» (ABNAmro) 09/04465 и 09/04512.

¹¹¹ Там же, § 4.5.1.

¹¹² Верховный суд Нидерландов, 14 сентября 2007 года, решение по делу компании «Версател» (Versatel) § 4.3.

Решение по делу компании «АСМИ» (ASMI)¹¹³ касалось деятельности активных инвесторов, которые хотели, чтобы компания изменила свою стратегию и выделила бы часть своей деятельности в отдельную компанию. Этим акционерам не удалось получить прямое влияние, поскольку компания приняла так называемую модель «преемственности», посредством которой привилегированные акции находились во владении у фонда, а директора назначались по предложению Наблюдательного совета, носившему обязательный характер, при этом данное предложение можно отклонить только двумя третями голосов. Палата предприятий посчитала, что такая структура управления является устаревшей и носящей оборонительный характер и не позволяет акционерам оказывать какое-либо влияние на принимаемые в компании стратегические решения вследствие ее «закрытой позиции». Палата направила запрос относительно принятия защитных мер.

В апелляционной инстанции Суд отменил решение Палаты предприятий, постановив, что проведенный Палатой анализ не соответствует нормам голландского права, согласно которым совет директоров / наблюдательный совет обязан служить «интересам компании и осуществляемой ею деятельности»¹¹⁴, и касается интересов всех заинтересованных лиц, включая, в частности, акционеров. Данная точка зрения соответствует положения Кодекса Табакслата, который «выражает общепринятое юридическое мнение, существующее в Нидерландах, и отражает вышеуказанные правовые концепции «разумности и справедливости». Совет директоров / наблюдательный совет самостоятельно принимает решения относительно стратегии компании, а также о том, в каком объеме он проводит консультации с акционерами»¹¹⁵. Суд постановил отклонить аргументы возражавших акционеров по веским причинам. Палата не выявила фактов нарушения отдельных положений Кодекса; наоборот, она приняла во внимание тот факт, что компания пообещала осуществлять деятельность в соответствии с принципами кодекса корпоративного управления.

В деле небольшой компании «Бегеман» (Begeman)¹¹⁶, которая планировала прекратить хозяйственную деятельность и уйти с рынка, компания указывала в своем годовом отчете, что скорее всего она не сможет выполнить требования кодекса – в частности, его положения о конфликте интересов – и поэтому она не разместила в своем годовом отчете заявление о состоянии корпоративного управления. Тем не менее, Палата предприятий постановила, что компания должна была применить положения кодекса о директорах, у которых есть конфликт интересов, что вызвало повторный вопрос относительно добровольности соблюдения кодекса и его последствий, даже в случае его несоблюдения. Суд посчитал, что правила о конфликте интересов должны тем не менее применяться.

Данный краткий обзор можно обобщить следующим образом: вопросы корпоративного управления часто упоминаются в голландском прецедентном праве и отражают некоторые основные принципы голландского законодательства о компаниях. Нарушения положений кодексов послужили причиной попытки проведения судебных разбирательств, но попытки оказались неудачными, пока дело не было передано в Верховный Суд; это произошло не потому, что кодекс не был признан юридическим документом – несколько раз были вынесены решения о том, что кодекс является отражением концепций, предусмотренный голландским законодательством о компаниях, а этого было достаточно для Суда. Логично, что иногда положения кодекса цитируются в поддержку общего анализа голландского законодательства о компаниях. Хотя сделать

¹¹³ Верховный суд Нидерландов, 9 сентября 2010 года, решение по делу компании «Асми» (Asmi).

¹¹⁴ Статья 2 Гражданского кодекса.

¹¹⁵ Верховный суд Нидерландов, 9 сентября 2010, решение по делу компании «Асми» (Asmi) § 4.4.1.

¹¹⁶ Палата предприятий, 28 декабря 2006 года, решение по делу компании «Бегеман» (Begeman), § 3.7.

сравнение сложно, кодекс можно поставить в один ряд с прецедентным правом, которое не является обязательным по своей природе, но достаточно полезным и заслуживающим доверия¹¹⁷ источником информации по существу закона.

7.9. Португалия

В Португалии Рекомендации по вопросам корпоративного управления были приняты и применяются регулятором рынка ценных бумаг – Комиссией по рынку ценных бумаг (CMVM)¹¹⁸. Поскольку они тесно связаны с некоторыми положениями законодательства, был опубликован консолидированный документ, в котором перечислены все законодательные требования и дополнительные рекомендации Комиссии по рынку ценных бумаг¹¹⁹. Хотя кодекс и основан на рекомендациях представителей делового сообщества, он в значительной степени является документом, который был создан и исполнение которого контролируется Комиссией по рынку ценных бумаг. Принцип «соблюдай или объясни» не мешает кодексу быть выражением позиции государственного органа: обязательство установить применимый режим и относительно высокий уровень универсальности кодекса. Принятие кодекса¹²⁰, который предположительно содержит рекомендации, а не формальные правовые обязанности¹²¹, стало обязательным в 2001 году, когда на основе принципа «соблюдай или объясни» у компаний возникла обязанность высказаться относительно соблюдения ими кодекса и действующих мер. Наиболее свежее на сегодняшний день требование сформулировано в положении 1-2010 Комиссии по рынку ценных бумаг, которое устанавливает обязанность компаний по применению кодекса или в отдельных случаях аналогичного кодекса, по указанию рекомендаций, которые были и которые не были приняты, и, если дело обстоит именно так, объяснить причины непринятия отдельных рекомендаций. Образец и данные, подлежащие включению в отчет о состоянии корпоративного управления, подробно прописаны в приложении к положению; компании могут отклоняться от этих требований при условии, что они укажут причины и опубликуют иные соответствующие комментарии. Комиссия по рынку ценных бумаг подтверждает фактическое соблюдение рекомендаций и качество представленных объяснений. Если компания не представляет отчет о соблюдении кодекса и/или не объясняет причины несоблюдения отдельных рекомендаций, Комиссия по рынку ценных бумаг вправе применить к компании административные санкции. По крайней мере, в одном случае Комиссией также был наложен штраф на компанию в описанном случае.

Процесс подтверждения разделен на две части: первая часть состоит из проверки полноты информации, раскрытой в соответствии с законодательными требованиями, что приводит к исправлению или окончательному оформлению информации. На этой стадии Комиссия по рынку ценных бумаг подтверждает следующие факты в отношении каждой

¹¹⁷ Однако данный аспект не следует из решений.

¹¹⁸ Последнее обновление датировано 2010 годом: Кодекс корпоративного управления Комиссии по рынку ценных бумаг 2010 года (Рекомендации). Коммерческие организации публикуют подробные исследования, содержащие критические комментарии, но всегда на анонимной основе. Текст доступен на сайте www.cmvm.pt/EN/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/2010consol.Corporate%20Governance%20Recommendations.2010.bbmm.pdf

¹¹⁹ Консолидация правовой структуры и Кодекса корпоративного управления, материалы доступны по ссылке www.cmvm.pt/EN/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/20122010.Cons.MM.BB.Cons%20Fontes%20Norm%20e%20CGS%202010%20trad%20ingles.pdf.

¹²⁰ В качестве альтернативы эмитенты могут соблюдать иной кодекс корпоративного управления. Однако в Португалии отсутствует иной кодекс корпоративного управления, поэтому Кодекс корпоративного управления Комиссии по рынку ценных бумаг является единственным принятым кодексом.

¹²¹ В преамбуле упомянуты «рекомендации», но большинство обязательств в кодексе сформулировано с использованием конструкции «должен».

публичной компании: (i) приняла ли она кодекс корпоративного управления, (ii) заявила ли она о соблюдении или несоблюдении всех предусмотренных рекомендаций, и (iii) объяснила ли она причины несоблюдения отдельных рекомендаций. На второй стадии проводится более глубокий анализ и обсуждение с компаниями различий в толковании положений кодекса Комиссией по рынку ценных бумаг и компанией. После чего могут проводиться отдельные встречи с представителями компании, чтобы «убедить» их в необходимости соблюдать рекомендации. В конечном итоге соблюдение оценивается в конце данного процесса, нацеленного на то, чтобы побудить компании к предоставлению надлежащих и последовательных объяснений причин несоблюдения рекомендаций.

Комиссия по рынку ценных бумаг представляет подробные отчеты о результатах данного процесса с проведением пресс-конференции, в ходе которой предоставляется информация о наиболее и наименее законопослушных компаниях, а также даются примеры наиболее удачных объяснений. Однако наиболее существенным документом является годовой отчет Комиссии по рынку ценных бумаг, в котором публикуются подробные номинативные заявления о статусе соблюдения рекомендаций.

На протяжении нескольких лет Комиссия по рынку ценных бумаг подробно изучала публикации и практики в сфере корпоративного управления 49 португальских публичных компаний. Последний подробный обзор по результатам проведенного анализа вопросов корпоративного управления касается заявлений о состоянии корпоративного управления за 2009 год¹²², который хорошо иллюстрирует масштабные усилия с точки зрения трудовых ресурсов и времени, которые были затрачены для изучения данного вопроса. В обзоре публикуются номинативные оценки с указанием для каждой публичной компании факт и масштаб (не)исполнения рекомендаций. Публикуются рейтинги и оценочные списки с указанием пробелов в оценке или различий между оценкой (как правило, более положительной) каждого элемента по компании¹²³, а также отдельной оценки Комиссии по рынку ценных бумаг, в которой разграничиваются «существенные рекомендации» и «иные рекомендации» с добавлением колонки для «синтетического показателя» для общего соблюдения. Считаемые существенными аспекты, такие как функционирование общего собрания акционеров, статус акционеров¹²⁴, а также рекомендации по совету директоров подвергаются дальнейшему изучению, в то время как некоторые иные, более деликатные рекомендации, как, например, рекомендации по выплате вознаграждения, анализируются отдельно. Вся эта информация предоставляется по каждой компании с определенной цветовой маркировкой компаний, которые не соблюдают отдельные рекомендации. Таблица, касающаяся «вознаграждений», в частности, содержит больше «черного» цвета по сравнению с таблицами по иным рекомендациям, показывая низкий уровень соблюдения.

В отношении оценки практики «соблюдай или объясни» в отчете обозначены основные проблемные вопросы: защитные меры, направленные на недопущение поглощения компании¹²⁵, положения о назначении, оценке и увольнении аудитора, правила выплаты вознаграждения и положения, касающиеся уравнивания интересов акционеров и директоров. Согласно отчету, во всех этих сферах уровень соблюдения установленных рекомендаций существенно ниже по сравнению со средним показателем соблюдения установленных рекомендаций. Хотя в отчете активно используется

¹²² Годовой отчет о корпоративном управлении в публичных компаниях Португалии, 2009 год, материалы доступны по ссылке www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx.

¹²³ Часто это происходит вследствие более оптимистического прочтения Рекомендаций, утверждает Комиссия по рынку ценных бумаг.

¹²⁴ Например, рекомендация в отношении принципа «одна акция – один голос».

¹²⁵ Поскольку Рекомендация содержит заявление в поддержку принципа «одна акция, один голос», комментарии касаются ограничений по праву на участие в голосовании, защитных положений устава или требований к кворуму.

инструмент «назвать и пристыдить» для выявления компаний, не соблюдающих установленные рекомендации, иногда удается достичь сбалансированного решения: например в деле компании «Португаль Телеком» (Portugal Telecom), когда компания отказалась отменить принятые ею меры, направленные на недопущение поглощения компании, разработчик отчета заявил, что по его мнению отсутствуют аргументы для осуждения такой позиции компании. Результатом несоблюдения становятся индивидуальные встречи с представителями соответствующих компаний, чтобы «убедить» их в необходимости соблюдать рекомендации.

Португальский режим является специфичным в том смысле, что он приближен к полноценному регуляторному режиму, хотя по-прежнему он основан на принципе «соблюдай или объясни». Неясно, в какой степени Комиссия по рынку ценных бумаг навязывает свое мнение, и превалирует ли подход «объясни» при условии его надлежащей мотивации. С 2009 года Комиссия по рынку ценных бумаг стала наращивать свои усилия по мониторингу за соблюдением установленных требований, перейдя к более подробному анализу уровня и качества предоставляемых объяснений.

7.10. Испания

На основании Закона о ценных бумагах и рынках от 1988 года¹²⁶ и в соответствии с указом¹²⁷ испанский регулятор рынка ценных бумаг – Национальная комиссия по рынку ценных бумаг (CNMV) – была наделена правом определять содержание и форму годового отчета, включая заявления о состоянии корпоративного управления в компании. Указ содержит достаточный подробный перечень элементов, которые должны быть включены в документ Национальной комиссии по рынку ценных бумаг – «Объединенный кодекс»¹²⁸. На основе данного указа Комиссия отвечает не только за разработку кодекса, начиная с двух предыдущих кодексов¹²⁹, но также и за осуществление надзора за его применением¹³⁰. В июле 2005 года была создана Специальная рабочая группа в целях оказания содействия Национальной комиссии по рынку ценных бумаг в процессе разработки кодекса по согласованию с частным бизнесом и Министерствами экономики и юстиции и Центральным Банком. Объединенный кодекс был принят Национальной комиссией по рынку ценных бумаг 19 мая 2006 года, а в 2009 году в него были внесены положения о выплате вознаграждения. В своих годовых отчетах за 2009 год и 2010 год Национальная комиссия по рынку ценных бумаг подробно объяснила план действий, который она разработала в целях обеспечения эффективности Объединенного кодекса и иных положений, затрагивающих деятельность компании. Кодекс основан на принципе «соблюдай или объясни» на фоне применимых законодательных положений, включая правила бухгалтерского учета, которые требуют тщательного и подробного анализа вопросов со стороны Национальной комиссии по рынку ценных бумаг. Согласно кодексу:

Оценка объяснений компаний относительно их степени соблюдения рекомендаций кодекса осуществляется акционерами, инвесторами и рынками в целом.

Иными словами, степень соблюдения или качество объяснений не являются основанием для инициирования каких-либо действий со стороны Национальной комиссии

¹²⁶ Статья 116 Закона 24/1988 от 28 июля о фондовом рынке, с изменениями, внесенными законом 26/2003 от 17 июля.

¹²⁷ Постановление ЕСО/3722/2003 от 26 декабря 2003 года, «Годовой отчет о корпоративном управлении и других информационных источниках перечисленных компаний и других субъектов», материалы доступны по ссылке noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/o3722-2003-eco.htm.

¹²⁸ Специальная рабочая группа, Объединенный кодекс надлежащего корпоративного управления, январь 2006.

¹²⁹ «Национальная комиссия по рынку ценных бумаг имеет право принять необходимые меры в рамках осуществляемых полномочий, которые являются надлежащими, для целей исполнения положений настоящего приказа».

¹³⁰ Это дает возможность Национальной комиссии по рынку ценных бумаг определить методику, а также юридические аспекты и информацию, которые публичные компании должны размещать у себя на веб-сайтах в соответствии с положениями данного пункта 4 настоящего приказа.

по рынку ценных бумаг, поскольку это напрямую отменит добровольный характер кодекса. Данное утверждение никоим образом не ущемляет права по осуществлению мониторинга, которые есть у Национальной комиссии по рынку ценных бумаг в отношении Годового отчета по корпоративному управлению в публичных компаниях согласно статье 116 Закона о рынке ценных бумаг и соответствующему Приказу¹³¹. Это заявление подчеркивает двойственный характер испанского кодекса: он не является исключительно документом, базирующимся на механизме саморегулирования, а был разработан Национальной комиссией по рынку ценных бумаг и применяется на основании законодательных норм. Более того, Национальная комиссия по рынку ценных бумаг осуществляет пристальный мониторинг применения кодекса, как это будет описано ниже.

Национальная комиссия по рынку ценных бумаг разработала подробную практику, касающуюся применения правил корпоративного управления, содержащихся в кодексе. Эта мера основана на общей компетенции Комиссии по подтверждению фактов раскрытия информации в годовых отчетах публичных компаний и сопровождается равнозначно важными мерами в сфере бухгалтерского учета публичных компаний. Подробные комментарии в отношении указанных мер содержатся в годовых отчетах Национальной комиссии по рынку ценных бумаг.

После введения в действие нового режима в 2009 году¹³² Национальная комиссия по рынку ценных бумаг отметила в своем первом годовом отчете, что в 53,2 процентах случаев имело место фактическое несоблюдение положений кодекса, обычное упоминание факта отклонения от рекомендаций без объяснения причин или общее несогласие с рекомендацией. На основании этого вывода Комиссия разослала письма с указанием выявленных пробелов, что привело к изменениям в раскрытии информации, уточнениям или дополнениям в раскрытой ранее информации. Особое внимание уделяется квалификации независимых директоров, в отношении которых составляется таблица с указанием отсутствия независимости, а также сделкам с аффилированными лицами.

В годовом отчете за 2010 год отмечается существенный рост объема отчетности по надзорной деятельности. В контексте осуществляемого Комиссией надзора за финансовой отчетностью в данном отчете содержится положение о том, что необходимо уделять особое внимание вопросам, связанным с системами внутреннего контроля и управления рисками, как это предусмотрено внесенными в закон изменениями.¹³³ Уже в прошлые годы Национальная комиссия по рынку ценных бумаг плотно занималась вопросами бухгалтерского учета, особенно на основе аудиторских отчетов. В отчете содержится подробный анализ ряда случаев, когда были представлены отчёты аудиторов с оговорками, а также типов недостатков, выявленных аудиторами. Комиссия также переходила к «рассмотрению по существу» отдельных счетов компаний, выбранных на случайной основе с учетом факторов риска, в результате чего были получены «письма с указанием выявленных пробелов», содержащие просьбу о предоставлении дополнительной информации по учетной политике и расшифровкой переговоров¹³⁴. Следует упомянуть значительное количество писем, касающихся учетной политики, в особенности вопросов оценки, сделок с аффилированными лицами, обесценения активов, и т.д. На основании этого Национальная комиссия по рынку ценных бумаг может затребовать дополнительную информацию, урегулировать разногласия, внести

¹³¹ Поскольку Национальная комиссия по рынку ценных бумаг может приказывать компаниям исправить любые недостоверные или вводящие в заблуждение данные.

¹³² Национальная комиссия по рынку ценных бумаг, Годовой отчет по корпоративному управлению в компаниях, относящихся к фондовому индексу IBEX 35, 2009 год, материалы доступны по ссылке www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_IBEX_09.pdf.

¹³³ Применение Закона от 4 марта 2011 года, L1/2011.

¹³⁴ См. Годовой отчет Национальной комиссии по рынку ценных бумаг за 2009 год, Письмо с указанием выявленных пробелов в отношении независимых директоров, стр. 140.

исправления и в особо важных случаях полностью переделать отчетность.

В сфере корпоративного управления помимо статистической информации по общему соблюдению различных положений Объединенного кодекса¹³⁵ отчет Национальной комиссии по рынку ценных бумаг содержит статистические данные по составу советов директоров, выплате вознаграждений, общим собраниям акционеров, и т.д.¹³⁶ В отношении принципа «соблюдай или объясни» Национальная комиссия по рынку ценных бумаг проводит расследование случаев, когда соблюдение положений кодекса отсутствовало, было слишком общим или излишним, требуя предоставления дополнительной информации или разъяснений. Последствия могут выражаться в предоставлении дополнительной или новой информации, внесении изменений или предоставлении дополнительных пояснений, когда таковые требуются. Отдельные элементы данной информации включены в централизованную информационную базу данных компании, созданную Национальной комиссией по рынку ценных бумаг.

Принятие особых мер необходимо касается критериев независимости, изложенных в Объединенном кодексе: при наличии сомнения рассылаются «письма с указанием выявленных недостатков» для получения пояснений или внесения изменений. Составляется отчет о типах нарушений. Например, в 2010 году количество дел, когда у независимых директоров существовали «существенные коммерческие взаимоотношения», было достаточно велико, но как это следует из документов, находящихся в открытом доступе, это не привело к истребованию какой-либо дополнительной информации или принятию мер по устранению недостатков.

В отчете содержатся подробные таблицы по сделкам с аффилированными лицами¹³⁷ с указанием соответствующих сумм и изменений по сравнению с предыдущим периодом. Опять же роль Национальной комиссии по рынку ценных бумаг заключается в обеспечении прозрачности.

Нет каких-либо указаний на то, что такое раскрытие информации привело к принятию мер со стороны Национальной комиссии по рынку ценных бумаг, например, критике отдельных сделок внутри компании или переводов акционерам.

7.11. Швеция

Кодекс корпоративного управления Швеции впервые был принят в 2005 году и обновлен в 2010 году¹³⁸. Кодекс был разработан Советом по вопросам корпоративного управления Швеции, который является частью Ассоциации общепринятых принципов на рынке ценных бумаг – органа, состоящего из членов шведского частного корпоративного сектора, созданного десятью крупными ассоциациями предпринимателей. Сама по себе Ассоциация состоит из трех саморегулируемых органов: Совета по ценным бумагам Швеции, созданного в 2005 году, отвечающего за надзор в отношении саморегулирования на рынке ценных бумаг и формирование «Надлежащей практики на шведском рынке ценных бумаг», Совета по финансовой отчетности Швеции и Совета по вопросам

¹³⁵ За 2009 год в Годовом отчете 2010 года было отмечено полное соблюдение изложенных в кодексе рекомендаций в 77 процентах случаев, а частичное соблюдение – в 10 процентах случаев, особенно когда они касались вопросов выплаты вознаграждений.

¹³⁶ Подробную информацию можно найти в отдельной ежегодной публикации: Отчет о корпоративном управлении эмитентов ценных бумаг, допущенных к торгам на официальном вторичном рынке, последний выпуск от 2012 года, материалы доступны по ссылке www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21.

¹³⁷ С разделением по сделкам с крупными акционерами, лицами или компаниями, принадлежащими к группе, директорам и топ-менеджерам и иным аффилированным лицам. В таблице также отражены регулярные потоки, например, касающиеся предоставления товаров или услуг, выплаты дивидендов, лицензионных соглашений и аналогичных вопросов.

¹³⁸ Последняя версия на сегодняшний день: Шведский кодекс корпоративного управления, 2010 год, материалы доступны по ссылке www.corporategovernanceboard.se.

корпоративного управления. Соблюдение данных передовых практик является частью договора о листинге¹³⁹.

Совет – но не совет директоров – дает заключения по вопросам, связанным с толкованием кодекса.

Кодекс представляет собой набор правил, полностью построенных по принципу саморегулирования, который применяется ко всем компаниям, акции или депозитарные расписки которых зарегистрированы на одном из регулируемых рынков Швеции¹⁴⁰. Кодекс применяется в дополнение к Закону о компаниях, содержащему все больше и больше положений, которые раньше были закреплены в кодексе (Ангер, 2006 г.). Закон Швеции о годовой отчетности требует, чтобы компании, чьи акции, купоны или облигации проходят листинг на регулируемом рынке, публиковали отчеты по вопросам корпоративного управления¹⁴¹. Требования к содержанию изложены в кодексе, при этом ограниченный ряд положений содержится в Законе о годовой отчетности.

Требование к принятию кодекса закреплено в правилах биржевой торговли, при этом биржа проверяет и подтверждает информацию о применении кодекса (Фон Хаартман, 2010 год¹⁴²). Биржа может принять дисциплинарные меры в случае совершения серьезного нарушения, которое компания не желает исправлять¹⁴³, но обычно диалога бывает достаточно. В принципе, совет заявляет, что рынки и инвесторы должны самостоятельно судить о качестве раскрываемой информации, в то время как биржа проверяет и подтверждает, является ли информация такой, чтобы читатели понимали причины несоблюдения положений кодекса, и то, какие альтернативные решения были внедрены.

Совет публикует годовой отчет, в котором он заявляет о своем общем подходе к вопросам управления, выражая твердую уверенность в модели шведской компании с доминирующими акционерами. Совет также публикует подробные данные о способах применения кодекса в наиболее последние годы и сравнивает их с данными за предшествующие годы. Кодекс основан на подходе «соблюдай или объясни», совет указывает на возможность предоставления объяснений об альтернативных решениях. Альтернативные решения или отступления от положений кодекса зачастую оправдывают, ссылаясь на модель шведской компании. Анализ носит статистический характер и не упоминает каждую компанию поименно, а наоборот содержит соответствующие данные о частоте проведения аудиторских проверок заявлений о состоянии корпоративного управления. Раз в два года в годовые отчеты совета также включается «барометр корпоративного управления», который отражает мнения по вопросам корпоративного управления, полученные в результате проведения опросов общественности, представителей ведущих деловых кругов и инвесторов, при этом иногда дается иллюстрация отдельных тенденций в их восприятии практик или предложений в сфере корпоративного управления.

Годовой отчет совета также содержит мнения по широкому спектру вопросов политики компании, например, принятие решений в отношении недавних предложений Комиссии ЕС, о назначении аудитора (государством), ротации, независимых директоров и т.д. Согласно соответствующему заявлению совет подтверждает, что он дал отрицательный отзыв на консультацию Комиссии по вопросам корпоративного управления.

¹³⁹ См. соответствующие правила для эмитентов Nasdaq OMX Стокгольм АБ и Nordic Growth Market NGM AB.

¹⁴⁰ Nasdaq OMX Стокгольм и NGM Equity.

¹⁴¹ Закон о годовых отчетах 1995 года: 1554, глава 6, с. 6–9 и глава 7 с. 31.

¹⁴² Пятьдесят процентов компаний соблюдают кодекс без каких-либо отклонений; другие 40 процентов компаний – с одним объяснением, у остальных компаний более одного объяснения.

¹⁴³ Известно об одном факте.

7.12. Швейцария

Помимо достаточно подробных положений Закона о компаниях швейцарские правила корпоративного управления основаны на двух типах положений: кодекс, базирующийся на механизме саморегулирования и разработанный «Экономисьюисс» (Economiesuisse), Швейцарской федерацией бизнес-ассоциаций¹⁴⁴, и инструкции Швейцарской фондовой биржи¹⁴⁵, выступающей в качестве уполномоченного органа по применению правил листинга и раскрытия информации¹⁴⁶. Кодекс корпоративного управления (или «рекомендации») был изначально разработан экспертным комитетом в 2002 году, затем в 2007 году в него были внесены изменения, связанные с вопросами выплаты вознаграждений, и до сих пор этот раздел кодекса является наиболее подробно проработанным¹⁴⁷. Сообщается, что у поддерживающих ассоциаций появилось больше свободы для выражения мнения по отдельным аспектам или для отклонения от положения кодекса, если это необходимо. На уровне этих ассоциаций кодекс не ссылается на подход «соблюдай или объясни».

Основным документом Биржи, регулирующим деятельность эмитентов, являются Правила листинга¹⁴⁸, которые формируют основу для различных обязательств по раскрытию информации, которые должны соблюдаться публичными компаниями. Биржа, особенно ее департамент листинга, именуемый «Регулирование деятельности швейцарской биржи», действует в качестве «независимого регуляторного органа», предоставляющего доступ к бирже и осуществляющего мониторинг применения Правил в рамках своей обязанности по организации рынка. Информация предоставляется под ответственность эмитента и технически передается бирже спонсирующими дилерами ценных бумаг¹⁴⁹. Данному департаменту оказывают содействие две группы экспертов, одна из которых занимается разработками в сфере отчетности компании, вторая занимается применением МСФО (Консультативная группа экспертов по финансовой отчетности и Группа специалистов по вопросам МСФО¹⁵⁰).

Правила листинга (ст. 49) содержат ссылку на Директиву по корпоративному управлению¹⁵¹, разработанную Департаментом листинга Биржи. В приложении к директиве содержится перечень подлежащей раскрытию информации, которая должна быть включена в годовой отчет на основе принципа «соблюдай или объясни», в соответствии с которым компании обязаны раскрывать информацию о своей деловой практике или объяснить причины отклонения от положений кодекса. В случае несоблюдения кодекса информация должна содержать «индивидуализированное,

¹⁴⁴ Включая Ассоциацию банков, Институт сертифицированных бухгалтеров и налоговых консультантов, Страховую ассоциацию, химическую промышленность.

¹⁴⁵ Данный анализ касается SIX, Биржи г. Цюрих; также есть биржа в Берне, которая специализируется на малых и средних предприятиях.

¹⁴⁶ Согласно статье 8 Федерального закона о фондовых биржах и торговле ценными бумагами (SESTA), Совет по вопросам регулирования должен принять решение о допуске эмиссионных ценных бумаг на Швейцарскую фондовую биржу SIX – Спонсируемый сегмент и должен осуществлять надзор за соблюдением требований указанных правил на протяжении процесса допуска к торговле.

¹⁴⁷ Последняя текущая редакция на сегодняшний день: «Швейцарский кодекс надлежащей практики корпоративного управления, 2007 год, материалы доступны по ссылке www.economiesuisse.ch.

¹⁴⁸ www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/03_01-LR_en.pdf, приняты на основании статьи 8 Федерального закона о фондовых биржах и торговле ценными бумагами. Иные сборники правил также играют роль в вопросах корпоративного управления, например, Директива об особой публичности и Директива о раскрытии информации о сделках с участием менеджмента.

¹⁴⁹ См. Правила допуска эмиссионных ценных бумаг к торговле на Швейцарскую фондовую биржу SIX – Спонсируемый сегмент, материалы доступны по ссылке www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/05_01-RSS_en.pdf; Статья 24 предусматривает следующее: «Настоящие Правила были одобрены Федеральным агентством по надзору за финансовыми рынками (FINMA) 23 апреля 2009 года и вступили в силу 1 июля 2009 года».

¹⁵⁰ www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media_release_201012081530_en.pdf.

¹⁵¹ Директива об информации, касающейся корпоративного управления (DCG), 29 октября 2008 года, материалы доступны по ссылке www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/06_15-DCG/en/index.html.

обоснованное объяснение в отношении каждого случая несоблюдения положений о раскрытии информации». Особое внимание уделяется вопросам выплаты вознаграждений, а также представлению информации о структуре собственности. Поразительно, но в директиве нет явной ссылки на Рекомендации Швейцарской федерации бизнес-ассоциаций «Экономисьюисс» (Economiesuisse)¹⁵², поскольку она касается только требований в отношении раскрытия информации, в то время как основная суть содержится в последнем кодексе поведения согласно распределению задач, которое было согласовано в 2002 году (Канц, 2010 год).

В рамках своей общей обязанности по представлению достоверной информации для рынка департамент листинга Швейцарской фондовой биржи играет важную роль в обеспечении соблюдения положений о раскрытии информации. Он занимается изучением годовых отчетов, в основном посредством метода случайной выборки, и дает комментарии по ряду конкретных вопросов¹⁵³. После такой проверки каждый эмитент получит письмо с комментариями, если только не потребуются проведение предварительного исследования. Биржа регулярно публикует заявления о проведенных исследованиях и о выявленных нарушениях правил с указанием наименования компании-нарушителя и с описанием характера нарушения. Биржа также может выносить предписания компаниям, а также налагать штрафы за совершение нарушений¹⁵⁴. Наложением санкций занимается внутренняя Комиссия по санкциям, которая принимает решения по предложению Департамента листинга и обеспечения исполнения¹⁵⁵. Очевидно, что финансовый надзорный орган, Федеральное агентство по надзору за финансовыми рынками (FINMA), не участвует в обеспечении соблюдения установленных требований к листингу или директивы, за исключением случаев манипулирования ценами.

Ассоциации акционеров также осуществляют активную деятельность, например, в сфере охраны окружающей среды, социальных вопросов и корпоративного управления (ESG)¹⁵⁶.

7.13. Великобритания

Кодекс корпоративного управления Великобритании в редакции от июня 2010 года является заменой нескольких других документов, базирующихся на механизме саморегулирования¹⁵⁷, которые сформировали корпоративное управление в Великобритании и многих других странах. Кодекс повсеместно соблюдается публичными компаниями вне зависимости от их размера. Он применяется к компаниям, эмиссионные ценные бумаги которых прошли листинг в сегменте «ЮКей Премиум» (UK Premium)¹⁵⁸,

¹⁵² Этот и изначальный отчеты лишь упомянуты среди иных источников информации.

¹⁵³ www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/09_04_03-SER201103_en.pdf.

¹⁵⁴ Статья 61, 1 правил листинга предусматривает следующие виды инструментов: предписание; штраф в размере до 1 млн швейцарских франков (за совершение нарушения по неосторожности) или до 10 млн швейцарских франков (в случае умышленного совершения нарушения); приостановление торговли ценными бумагами; делистинг или перемещение в сферу действия иного регуляторного стандарта; исключение из последующих листингов; снятие признания. По вопросам применения, см. дело компании «Бергбанен Энгельберг-Трабзи-Титлис АГ» (Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis AG), когда был наложен штраф за неуведомление биржи о сделках с участием менеджмента; или Швейцарская фондовая биржа SIX наложила штраф на компанию «Алтин Лтд.» (Altin Ltd) за нарушение специальных обязательств по раскрытию информации, предусмотренных Директивой об информации, касающейся корпоративного управления (26 января 2012 года; штраф в размере 100 000 швейцарских франков); расследование в отношении компании «Дюфрай Лтд.» (Dufry Ltd) от 19 января 2012 года за нераскрытие информации о сделках с участием менеджмента.

¹⁵⁵ См. Статью 9 Федерального закона о фондовых биржах и торговле ценными бумагами (SESTA) от 24 марта 1995 года; более подробно см. Люхингер С., Изменения в регулировании деятельности эмитентов, Положение Швейцарской фондовой биржи SIX, 24 ноября 2011 года.

¹⁵⁶ АКТАРЕС (ACTARES), Акционерам для устойчивого управления, Швейцария.

¹⁵⁷ Комбинированный кодекс был непосредственной заменой; изначально Кодекс Кэдбери (Cadbury Code) 1992 года являлся модельным кодексом для большинства европейских кодексов корпоративного управления.

¹⁵⁸ Согласно правилам листинга это сверхэквивалентный режим, поскольку применяются более жесткие условия по сравнению с Директивой по

вне зависимости от того, были ли эти компании созданы в Великобритании или за рубежом. Правила Управления Великобритании по листингу, которое является частью Агентства по регулированию финансовых услуг (FSA), требуют применять кодекс наряду с несколькими другими более подробными положениями о раскрытии информации¹⁵⁹.

В июле 2010 года в свете ослабевающей позиции институциональных инвесторов в Великобритании в качестве акционеров британских компаний¹⁶⁰ был принят Кодекс надлежащего управления. Кодекс предусматривает, что он «призван повысить качество взаимодействия между институциональными инвесторами и компаниями, чтобы помочь повысить долгосрочные доходы акционеров и усовершенствовать эффективное выполнение обязанностей в сфере корпоративного управления посредством создания надлежащей практики взаимодействия с компаниями, являющимися объектами инвестирования». Данный кодекс главным образом применяется к управляющим активами для институциональных инвесторов и в целом применяется ко всем институциональным инвесторам¹⁶¹, вне зависимости от того, расположены ли они в Великобритании или нет. Эти стороны должны указать, придерживаются ли они данного кодекса, а затем Совет по финансовой отчетности (FRC) будет публиковать перечень лиц, соблюдающих кодекс (Кронин и Меллор, 2011 год¹⁶²).

Оба кодекса – Кодекс корпоративного управления и Кодекс надлежащего управления – имеют поддержку со стороны Агентства по регулированию финансовых услуг и основаны на принципе «соблюдай или объясни». Хотя кодексы и регулируют разные сферы, скорее всего, они будут тесно взаимосвязаны.

Кодекс корпоративного управления содержит пять основных принципов, которые являются обязательными¹⁶³, и сорок восемь более подробных положений, которые основаны на принципе «соблюдай или объясни». Мониторинг общего применения Кодекса корпоративного управления осуществляется Советом по финансовой отчетности, который публикует обзоры по статусу и прогрессу применения, а также дает указания в отношении целей и политик. Отдельным вопросам, как, например, гендерное разнообразие, голосование по доверенности или через представителя и ротация директоров, уделено особое внимание в обзоре Совет по финансовой отчетности за 2010 год. Сообщается, что уровень полного соблюдения кодекса достиг 50 процентов среди компаний, относящихся к индексу FTSE 350, в то время как 90 процентов компаний соблюдают все положения, за исключением одного или двух. Небольшие компании также соблюдают положения кодекса на том же уровне¹⁶⁴. Совет по финансовой отчетности также публикует руководства, например, по эффективности совета директоров или по аудиторским комитетам¹⁶⁵. Созданная в рамках Совета по финансовой отчетности специализированная Группа по оценке финансовой отчетности (FRRP) по получении заявлений проверяет отчетность отдельных компаний и публикует свое решения, но не

листингу ЕС (или стандартным режимом).

¹⁵⁹ См. fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/8, § LR 9.8.6, под. 5.

¹⁶⁰ См. стр. 9 Изменений в сфере корпоративного управления, Совет по финансовой отчетности, 2011 год, в которых говорится об исследовании по выявлению прав собственности на акции британских компаний. По вопросам владения ими в зарубежных компаниях, но на основе принципа «наименьших затрат»: см. введение к кодексу.

¹⁶¹ По состоянию на конец 2011 года кодекс подписали 234 компании, среди которых было 175 компаний по управлению активами, 48 владельцев активами (в основном, компании, реализующие пенсионные схемы, и инвестиционные трасты, из которых многие (31) определили схемы получения прибыли) и 12 провайдеров услуг: Изменения в сфере корпоративного управления, Совет по финансовой отчетности, 2011 год, стр. 20.

¹⁶² См. также Совет по финансовой отчетности, Кодекс надлежащего управления Великобритании, июль 2010 года.

¹⁶³ Лидерство, эффективность, подотчетность, вознаграждение, отношения с акционерами.

¹⁶⁴ См. Показатели, стр.11, Совет по финансовой отчетности, 2011 год, взяты из Исследования компании «Грант Торнтон» (Grant Thornton), материалы доступны по ссылке www.grantthornton.co.uk/pdf/Corporate_Governance_Review_2011.pdf, и Манифест сплошного исследования вознаграждений, 2011 год.

¹⁶⁵ Март 2011 года.

результаты анализа¹⁶⁶. Недавно созданная Лаборатория финансовой отчетности даст возможность компаниям и инвесторам сравнить свои идеи и разработать новые формы отчетности.

Коммерческие организации публикуют подробные результаты исследований вместе с критическими комментариями, но всегда на анонимной основе¹⁶⁷.

Арок и Бруно (2006 года) провели исследование в отношении раскрытия информации в сфере корпоративного управления в период 1998–2004 гг. и выяснили, что, с одной стороны, компании не очень часто прибегают к использованию объяснений, а скорее были склонны к использованию шаблонных подходов; относительно частое отсутствие объяснений (17 процентов) рассматривается в качестве сигнала того, что акционеры не обращают внимания на вопросы корпоративного управления. Они также отметили, что качество объяснений в целом достаточно низкое и часто остается на одном и том же уровне на протяжении нескольких лет. Однако именно компании, которые не публиковали объяснения, показали наиболее существенный прогресс после принятия решения о соблюдении положений кодексов.

Несмотря на то, что Кодекс надлежащего управления носит добровольный характер, является иным документом, адресованным иной целевой аудитории и предусматривающим иные обязательства. До настоящего времени Совет по финансовой отчетности в основном запускал кампанию по стимулированию сторон к подписанию кодекса, а Агентство по регулированию финансовых услуг объявило этот кодекс обязательным для исполнения в том смысле, что «менеджеры должны раскрывать информацию о взятых обязательствах по соблюдению Кодекса надлежащего управления¹⁶⁸». Ожидается, что лица, подписавшие кодекс, помимо своих обязательств по соблюдению положений кодекса будут раскрывать информацию о способах применения предусмотренных в нем принципов, а также объяснить, каким образом они приняли во внимание содержащиеся в кодексе обязательства. В своем первом отчете по рассматриваемому вопросу Совет по финансовой отчетности выявил четыре сферы, в которых раскрытие информации нуждается в усовершенствовании: конфликты интересов, стратегия подачи коллективных исков, голосование по доверенности или через представителя и доступность заявлений в отношении надлежащего руководства. Если в принципе подход кажется идентичным тому, который используется в Кодексе корпоративного управления на момент написания данного документа, все равно еще слишком рано проводить детальный анализ фактического применения и обеспечения соблюдения положений кодекса.

Отдельные меры, предусмотренные Советом по финансовой отчетности в отношении компаний, которые не применяют Кодекс корпоративного управления или любые иные кодексы, находящиеся в рамках компетенции Совета, на практике пока не применялись. Однако существуют некоторые признаки того, что Совет по финансовой отчетности может рассмотреть вопрос относительно более активного взаимодействия с практикой, в которой существуют недостатки, и что после получения жалобы от отдельной компании может рассмотреть вопрос относительно начала взаимодействия с такой компанией¹⁶⁹.

¹⁶⁶ Заявление Группы по оценке финансовой отчетности в отношении отчета и счетов компании «Рио Тинто Плс» (Rio Tinto Plc), 15 марта 2011 года, в котором проводился анализ на предмет того, содержал ли годовой отчет «справедливый обзор хозяйственной деятельности, и что требуемый обзор представляет собой сбалансированный и всеобъемлющий анализ развития и осуществления хозяйственной деятельности компании».

¹⁶⁷ Исследование компании «Грант Торнтон» (материалы доступны по ссылке www.grant-thornton.co.uk/pdf/Corporate_Governance_Review_2011.pdf); см. также «Хейдрик энд Страггис», Отчет о состоянии корпоративного управления в Европе 2011 года, «Оспаривая деятельность совета директоров».

¹⁶⁸ См. Комментарии к руководству, www.fsa.gov.uk/pubs/handbook/hb_notice104.pdf (Агентство по регулированию финансовых услуг 2010/57).

¹⁶⁹ См. Годовой отчет Группы по оценке финансовой отчетности 2011 года, стр. 11–12. «Однако при таких обстоятельствах необходимо четко

Ряд документов в Великобритании предусматривает сохранение в отношении данных кодексов режима саморегулирования, что отражает определенные опасения относительно того, что «Брюссель» будет посягать на это поле деятельности.

Наконец, по состоянию на сегодняшний день отсутствуют какие-либо судебные прецеденты, касающиеся кодексов корпоративного управления. В отношении правового статуса кодекса и возможности правового обеспечения его соблюдения можно лишь сослаться на старое дело, касавшееся Кодекса о поглощениях компаний, еще одного документа, базирующегося на механизме саморегулирования. Суд заявил, что он вовсе не желает вмешиваться в сущность регулирования данного вопроса¹⁷⁰.

8. Предварительные выводы

Теперь необходимо сравнить и оценить различные способы применения и мониторинга национальных кодексов поведения в сфере корпоративного управления с учетом среды, в которой они применяются. Данный анализ позволит нам идентифицировать некоторые общие тенденции и понять, каким образом можно сделать данные правила корпоративного управления более эффективными.

8.1. Государственный или частный характер кодексов

Во многих странах кодексы корпоративного управления в значительной степени разрабатываются коммерческими фирмами и их ассоциациями. В некоторых случаях государственные органы или учреждения не принимают никакого участия в этом процессе, а в ряде других случаев их вклад представляется весьма ограниченным и принимает форму ограниченного участия в нормотворческом органе или в процессе нормотворчества. Что трудно выявить, так это формальное поддакивание со стороны государственных учреждений, полагающихся на процесс саморегулирования, или их влияние на назначение членов нормотворческих органов. Многие кодексы носят частный характер, но при этом осторожно намекают на государственный интерес, поэтому они небезразличны государственным органам, которые рассматривают их в качестве альтернативы государственному регулированию.

В качестве противоположного примера можно назвать кодексы, разработанные регулятором рынка ценных бумаг, как это имеет место в Португалии и Испании, где нормотворчество в конечном итоге является прерогативой регулятора, а мероприятия в продолжение применения кодексов и верификация осуществляются регулятором в рамках проведения им мониторинга раскрытия информации в годовом отчете. В некоторых случаях будут применяться административные санкции за нарушение кодекса, но очевидно, что наложение таких санкций происходит редко.

Между этими двумя альтернативами существуют несколько уточненных форм. В Великобритании кодекс принят Советом по финансовой отчетности, регулятором государственного сектора, а последующие мероприятия в продолжение применения кодекса проводятся одним из его подкомитетов. При этом кодекс в значительной степени учитывает мнение частного сектора и является продуктом обширного диалога и

прояснить, что суждение относительно того, являлись ли предпринятые компанией мероприятия по корпоративному управлению (в отличие от описания этих мероприятий) достаточными, остается вопросом для акционеров, а не для Группы.» См. также консультацию Совета по финансовой отчетности §5.9, «Намерение заключалось в направлении надзорных запросов в целях понимания причин кризисного или предкризисного состояния в организациях публичного интереса или иных вопросов, влияющих на доверие к корпоративному управлению и отчетности».

¹⁷⁰ См. Р. против Группы в деле по слияниям и поглощениям по заявлению компании «Датафин» (Datafin) [1987] QB 815.

консультаций с частным сектором. Также следует отметить, что какие-либо санкции или меры по обеспечению исполнения кодекса не применялись, по крайней мере, именно на основании положений кодекса. Иным образом обстоят дела во Франции, где Агентство по финансовым рынкам играет очень заметную роль в обсуждении вопросов корпоративного управления и публикует отчет о применении кодекса, хотя он и базируется на механизме саморегулирования.

8.2. Двухслойная система

В нескольких юрисдикциях можно наблюдать растущую тенденцию развития двух уровней рекомендаций или кодексов: первые адресованы советам директоров публичных компаний, а вторые – акционерам этих компаний, особенно институциональным инвесторам. Поскольку оба уровня дополняют друг друга, данный подход может привести к более консолидированному представлению об изменениях, связанных с вопросами корпоративного управления.

Традиционно большинство кодексов корпоративного управления было адресовано руководителям компаний и освещало вопросы, с которыми эти руководители сталкиваются: состав совета директоров, роль председателя, комитеты, выплата вознаграждения, взаимоотношения с менеджментом и т.д. Гораздо реже встречались кодексы, в которых упоминались роль и статус акционеров, да и то только с точки зрения совета директоров и в разрезе того, как совету директоров следует общаться с акционерами (например, Великобритания, Бельгия).

Недавно особо отмечалась роль акционеров компаний, особенно институциональных инвесторов. Было признано, что их действия по мониторингу могут стать еще одной движущей силой в обсуждении вопросов корпоративного управления, государственные органы все чаще и чаще полагаются на них, возлагая на них обязанности по участию в голосовании или осуществлении надлежащего управления. Эффективность данных мер напрямую связана со структурой собственности компании.

В странах, где в большинстве публичных компаний доминируют владельцы блокирующих пакетов акций или контролирующие акционеры, положения, регулирующие вопросы корпоративного управления, обычно являются отражением реальности. Уровень адаптации этих компаний к положениям, регулирующим вопросы корпоративного управления, обычно достаточно высокий (т.е. свыше 90 процентов). Эффективность кодекса обусловлена осознанием директорами (а также, как правило, и акционерами) важности того, чтобы они воспринимались как лица, соблюдающие кодекс, поскольку его положения обычно не противоречат их взглядам. Следует также отметить роль прессы, общественного мнения и политического мира, особенно как следствие их угрозы принять жесткие законодательные меры. Все эти факторы приводят к высокому уровню положительного отношения к основным положениям кодекса. Однако по вопросам, которые потенциально могут идти вразрез с интересами акционеров, например, выплата вознаграждений, защита компании от поглощения или несоблюдение преимущественного права при подписке, кодексы содержат достаточно робкие положения (если содержат вообще).

Данный анализ отличается в странах, где компании характеризуются рассредоточенной собственностью на акции, где слабые коллективные действия оказывают отрицательное влияние на роль акционеров в осуществлении мониторинга в отношении советов директоров. Эти компании в наибольшей степени подвержены действиям со стороны активных инвесторов, которые скупают существенные пакеты акций и начинают оказывать давление на совет директоров, что иногда приводит к

полному поглощению компании. В этих странах институциональные инвесторы объединились друг с другом, чтобы оказывать влияние на решения компаний (Великобритания, Нидерланды). Ассоциации по защите прав инвесторов (Нидерланды, Дания) принимают похожие, но все же отличные меры.

Третьими обособленно стоят попытки по мобилизации компаний по управлению активами, чтобы они более активно взаимодействовали с компаниями, входящими в их портфель инвестиций (Великобритания, Франция). Действия этих различных групп инвесторов не только направлены на решение вопросов корпоративного управления, но также дают представление о полном спектре вопросов, касающихся компаний, являющихся объектом инвестиций.

При изучении эффективности кодексов корпоративного управления необходимо принимать во внимание данный второй уровень мероприятий, которые обычно не интегрированы в кодексы, поскольку кодексы предназначены в основном для совета директоров и менеджмента. Комментарии в отношении различных подходов будут даны ниже.

8.3. «Соблюдай или объясни»

Большинство кодексов, базирующихся на механизме саморегулирования и обсуждаемых в настоящей Главе, основаны на методологии «соблюдай или объясни», означающей, что хотя кодексы и могут содержать некоторые обязательные принципы, большинство предусмотренных в них рекомендаций по своей сути не носит обязательный характер, но позволяют адресатам выбрать иной подход, и в этом случае компании должны дать надлежащие объяснения¹⁷¹. Это не означает, что эти кодексы не являются обязательными: положения национального законодательства, принятого во исполнение Директиву о требованиях к капиталу CRD IV, устанавливают, что публичные компании должны указать кодекс, который применяется к ним («принятие кодекса»). Однако согласно этим положениям применение кодекса оставлено на усмотрение компании. Такая свобода действий компании может варьироваться, поскольку большинство кодексов содержит различные типы положений, некоторые из которых являются обязательными в рамках режима «соблюдай или объясни», остальные не носят обязательный характер в том смысле, что компании могут, но не обязаны иметь дело с ними, или не обязаны указывать причины несоблюдения указанных положений.

Понятие «соблюдай или объясни» является в какой-то степени неопределенным и вызвало дебаты в отношении его места в общей правовой системе (Поулль, 2008 год; Курэ, 2010 год). Согласно мнению одних экспертов, компании, которые соблюдают положения кодексов, не должны представлять никаких объяснений, тем самым устраняется любой риск возможных неточностей в объяснениях и применения соответствующих мер ответственности. Они считают, что объяснения нужно представлять только в случае несоблюдения положений кодекса. Другая группа экспертов справедливо отмечает, что правило заключается в следующем: «представьте объяснения, если и каким образом вы соблюдаете кодекс, и представьте объяснения, если вы не соблюдаете кодекс, почему вы это делаете, и какие у вас есть альтернативы». Компании должны описать свою модель корпоративного управления и объяснить, почему они выбрали конкретную формулу, которая, по их мнению, может быть лучше любой другой, которая предложена в кодексе. Конечной целью является представление информации рынкам относительно того, как

¹⁷¹ См. Заявления Европейского форума по корпоративному управлению в отношении принципа «соблюдай или объясни», 22 февраля 2006 года, материалы доступны по ссылке http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf.

осуществляется управление в компании, и какое у нее мнение о вопросах, которые регулируются кодексом. Слишком много компаний считает, что это и есть «соблюдение» кодекса, осуществляемое в основном за счет шаблонных действий.

Данная методика предоставляет большую свободу компаниям, и это сделано умышленно: в некоторых государствах существует мнение о том, что кодексы дают компаниям возможность структурировать свое управление так, как они считают необходимым, и кодексы не будут ограничивать их свободу в целях поиска иных более эффективных методов корпоративного управления. В конце концов, опорой сегодняшнего корпоративного управления являются независимые директора, независимые председатели, аудиторские комитеты, главные директора и т.д., благодаря практике корпоративного управления, но впоследствии это было подхвачено и на уровне законодательного регулирования. Такая значительная степень свободы является одним из недостатков системы кодекса: с одной стороны, очень сложно точно проверить, какое поведение стоит за словами в заявлении о состоянии корпоративного управления, а также степень достоверности этих заявлений; с другой стороны, хорошо известно, что некоторые заявления далеки от совершенства.

Что же является «надлежащим объяснением»? Опубликованные отчеты зачастую содержат нерелевантные шаблонные объяснения, которые повторяются из года в год; безусловно, такую практику нельзя рассматривать как представление «объяснений». В некоторых государствах были опубликованы руководства о надлежащем характере объяснений (Бельгия, Нидерланды, Великобритания). Объяснение считается достаточным, если оно позволяет обычному читателю понять, каким образом компания решает отдельные вопросы, и почему она так делает. Элементом надлежащего объяснения является описание мотивов поведения, или каким удалось смягчить тяжкие последствия. Простые ссылки на традиции, внутренние договоренности, даже на положения устава не являются убедительными. Временные отклонения от положений кодекса должны быть идентифицированы в качестве таковых с указанием периода времени, в течение которого они будут действовать. Поэтому надо с осторожностью принимать статистические данные. А что по поводу достоверности объяснений? Известны случаи, когда вводящие в заблуждение или подозрительные объяснения являлись недостоверными. Лишь в нескольких юрисдикциях существует система мониторинга смысловой значимости заявлений. Возник вопрос в отношении того, кто является ответственным лицом в компании за эти заявления о состоянии корпоративного управления: одобряет ли совет директоров заявления, каково участие председателя? Или все это отдано на откуп секретарю или ассистенту, поскольку рассматривается в качестве необходимой, но не очень значимой задачи? Как может объяснение (например, по внутренним процессам) быть верифицировано внешним наблюдателем?

8.4. Как измерить эффективность?

Эффективное применение положений законодательных положений часто невозможно напрямую измерить, можно лишь провести детальное наблюдение или анализ режима применения санкций. Такие мероприятия редко осуществляются в сфере традиционного корпоративного права. Напротив, в отношении применения положений кодексов корпоративного управления во всех сравненных юрисдикциях были опубликованы подробные статистические отчеты, которые в достаточной степени иллюстрируют высокий уровень принятия кодексов.

Измерение эффективности является сложной задачей: оно может быть осуществлено на основании раскрываемой информации при предположении, что эта информация

отражает реальные факты. Более амбициозной задачей является проверка и подтверждение мнения различных представителей ведущих деловых кругов посредством проведения опроса. Третий метод представляет собой проведение внешнего мониторинга, как это имеет место в Португалии и Испании, на основании качества раскрываемой информации. У каждого из этих методов есть свои преимущества и недостатки.

Существует ряд вопросов в отношении указанных статистических данных. Обычно с их помощью измеряют общее принятие кодекса (с уровнем соблюдения обычно свыше 90 процентов), однако, как правило, отдельные элементы получают гораздо более низкие оценки. Большая часть подробных заявлений о состоянии корпоративного управления не является достаточно противоречивой: в них отражается обычная практика, описание которой повторяется из года в год. Статистические данные должны быть сфокусированы на других положениях, поскольку там уровень применения гораздо ниже, что неоднократно подтверждалось данными о выплате вознаграждений. Также представляется, что статистические показатели, публикуемые комиссиями по мониторингу, гораздо более оптимистичные по сравнению с теми, которые представлены ассоциациями инвестором или даже регуляторами¹⁷².

В частности, в Германии фон Вердер и Бартц (2012 года) изучали степень эффективности 90 рекомендаций немецкого кодекса на основании опроса председателей Правлений (Vorstand) и Наблюдательных советов (Aufsichtsrat). По их мнению, выводы гораздо более оптимистичные, чем ожидалось, но по-прежнему свидетельствуют о недостатках этого подхода. Они описывают общий Кодекс Климата ('Kodex Klima'), который представляется умеренно позитивным в глазах опрошенных участников, но однозначно более негативным по отдельным вопросам, например, относительно сотрудничества между Правлением и Наблюдательным советом. Их анализ эффективности основан на внутренней информации, что вызывает удивление относительно того, каким образом инвесторы могут оценить корпоративное управление на основании заявлений, содержащихся в отчетах о корпоративном управлении.

8.5. Кодексы против норм права

Во всех сравненных юрисдикциях существует, конечно, более-менее детализированный набор жестких законодательных правил, применяемых к компаниям на основании Закона о компаниях, что сопровождается более-менее проработанными правилами, вытекающими из финансового регулирования. Правила корпоративного управления дополняют те правовые положения в отраслях, которые сложно держать в рамках жестких положений, соблюдение которых обеспечивается правовыми санкциями, когда нельзя применить шаблонные решения. Несомненно, данная функция является полезной, особенно поскольку она дает достаточную свободу компаниям для разработки собственной организации и правил поведения, гибкость, которая в большей степени ограничена при наличии правил, основанных на законе, пусть даже если речь идет о стандартных правилах. Это также усиливает значение собственности и ответственности советов директоров за свою собственную организацию корпоративного управления.

Конкуренция между двумя видами положений несколько раз упоминается в национальных отчетах, но при этом дальнейший анализ не проводится. Данная угроза поглощения «мягкого права» (правовых норм, не носящих обязательного характера) может быть обусловлена недостаточным уровнем применения принципов или положений в сфере корпоративного управления, слишком общим характером этих принципов, недоверием

¹⁷² См. издание VEB Effect, 2009, № 26 42, нт. 4; См. Португалия, нт. 137.

государственных органов к результатам, а также предвзятость в пользу лидирующих компаний, по крайней мере для некоторых из них. Процесс «юридификации» особенно заметен в наиболее спорных сферах (выплата вознаграждений, гендерное разнообразие) или в сферах с замедленным прогрессом (аудиторские комитеты). Предложенная Директива о требованиях к капиталу CRD IV содержит проработанные положения о корпоративном управлении для кредитных учреждений, где традиционные добровольные положения считались слишком слабыми в свете финансового кризиса. В будущем эти положения станут юридически обязательными правилами, отклонение от которых не допускается, что приведет к достаточно важному изменению в системе (Баррет, 2012 год; Винтер, 2012 год). Здесь неформальные мероприятия, основанные на «мягком праве» и часто осуществляемые при поддержке со стороны наблюдательных органов, очевидно, не являлись достаточными, чтобы избежать вмешательства со стороны формального законодательства.

По моему мнению, принятие подхода к корпоративному управлению, основанного на механизме саморегулирования или «мягком праве», зависит от развития более сильной системы мониторинга и применения и, при необходимости, некоего вида внешнего обеспечения исполнения. Более решительное применение и заслуживающее доверия обеспечение исполнения являются важными факторами, призванными не допустить дальнейшего превращения принципов корпоративного управления в формальное государственное законодательное регулирование.

8.6. Разработка кодексов

Авторитетность кодексов корпоративного управления частично зависит от их авторов. В большинстве юрисдикций, особенно в тех, где кодексы берут свое начало в сфере фондовых бирж, представители ведущих деловых кругов брали на себя инициативу, а сам процесс разработки кодексов происходил под руководством их ассистентов, обычно с некоторым налетом академичности, а в ряде случаев при участии регулятора. Представляется, что министерства также принимали участие в некоторых случаях, однако их влияние сложно оценить вследствие плюрализма представленных мнений. В любом случае кодексы в основном отражают озабоченность ведущих деловых кругов и, как следствие, в основном касаются вопросов, вызывающих дебаты у советов директоров, менеджмента, а также в рамках взаимоотношений с акционерами или иными заинтересованными лицами. Такую деловую предвзятость, возможно, можно объяснить снижением доверия в политическом мире. Однако, кодексы корпоративного управления не должны использоваться в качестве альтернативы государственному регулированию: они вводят дополнительные методологические принципы преимущественно в отношении внутреннего функционирования компаний и не могут использоваться для проведения политики, отстаивающей государственные интересы.

Национальные кодексы, как правило, отражают одинаковый подход и одинаковые проблемы, требующие решения, хотя и с небольшими различиями. Изначально Кодекс Кэдбери 1992 года использовался в качестве модельного кодекса, но потом национальные различия возобладали. С течением времени процесс разработки кодексов стал более усовершенствованным, включив в себя публичные слушания на основании предлагаемого или предварительного проекта, полученные в ходе слушаний и консультаций отзывы с указанием причин принятия решений. Анализ эффективности затрат встречался редко, хотя иногда он и не помешал бы. На практике авторы проектов кодексов часто берут за основу кодексы соседствующих государств и опыт других юрисдикций. Могут быть предприняты усилия по более глубокому ознакомлению авторов проектов кодексов с

происходившими в этой сфере изменениями, включая судебные прецеденты, которые сформировались в других юрисдикциях. Некоторые координационные действия, предпринятые Советом по финансовой отчетности, заслуживают поддержки.

Доступ к кодексам в значительной степени облегчается при их размещении на национальных веб-сайтах, а на общемировом уровне – на веб-сайте Европейского института корпоративного управления (ECGI).

8.7. Наблюдение за процессом принятия и применения кодекса

Термин «принятие кодекса» используется здесь в том смысле, что компания признает, что кодекс применим к ней. Обычно это также означает, что компания применяет кодекс. В некоторых юрисдикциях (Дания, Австрия) дополнительного заявления не требуется, если компания соблюдает все положения кодекса. В других же странах в кодексе установлено требование в отношении представления описания того, каким образом компания соблюдает различные положения кодекса, а также перечисление положений, которые компания не применяет. Данное разграничение является важным в описании мониторинга применения кодексов: в некоторых видах мониторинга упоминается только «принятие», а в других – «применение».

Мероприятия, осуществляемые во исполнение кодексов корпоративного управления, могут принимать различные формы. В некоторых государствах считается, что принятие и применение – это вопрос для акционеров и рынков, поэтому никакие специальные меры не принимаются, хотя инициативы упоминаются, чтобы поддерживать интерес к теме корпоративного управления в целом и к кодексу в частности.

В большинстве стран ЕС существует специальный орган (комиссия или иной орган), который систематически анализирует различные заявления о состоянии корпоративного управления и регистрирует ответы в отчете об исследовании в основном для статистических целей. В этом случае проводится измерение «принятия». Но если анализ проводится на уровне отдельных положений кодекса, то в отчете об исследовании дается некоторое представление относительно тех способов, посредством которых компании решают различные вопросы, изложенные в кодексе.

Обычно данный орган также отвечает за изначальную разработку кодекса; еще он проводит мероприятия, направленные на регулярное обновление кодексов либо в соответствии со своим первоначальным мандатом, либо по собственной инициативе. Обозначение данных наблюдательных органов (далее по тексту – «комиссии по управлению») существенно варьируется: в некоторых странах эти «комиссии по вопросам корпоративного управления» являются отражением авторов проекта кодекса, и поэтому в основном они берут свое начало в местных деловых кругах или фондовых биржах. В других странах удаленность делового мира более значительная, некоторые члены избираются из числа ученых или даже из государственных органов, включая министерства (Австрия). Последние могут также иметь право голоса при назначении членов этих органов (Нидерланды, Германия). Даже в этих случаях кодексы во многом сохраняют характер документа, базирующегося на механизме самоуправления, но при этом в отношении «принятия» проводится внешний мониторинг.

Часто можно встретить промежуточные случаи: регулятор рынка ценных бумаг в государственном секторе может принимать активное участие, либо открыто занимая позицию по вопросу, касающемуся способа применения кодекса, предлагая инициативы для усовершенствования содержания раскрываемой информации, определяя, что является «надлежащим объяснением», либо даже предлагая свое толкование положений кодекса. В этих случаях наблюдается тонкий переход от документов, базирующихся исключительно

на механизме саморегулирования, к промежуточной форме, двигающейся в направлении законодательного регулирования.

Особо стоит отметить позицию Великобритании: кодекс корпоративного управления является частью кодексов и стандартов, принятых Советом по финансовой отчетности, «независимым регулятором, отвечающим за обеспечение высококачественного корпоративного управления и отчетности в целях стимулирования инвестиций». Совет по финансовой отчетности не является государственным органом в традиционном смысле этого слова, но выполняет задачи, представляющие государственный интерес, некоторые из которых были делегированы в соответствии с различными законодательными актами.

В качестве противоположного примера можно назвать португальскую и испанскую модели, где кодексы относятся к сфере «саморегулирования» исключительно по названию, но на самом деле они были разработаны непосредственно самой комиссией по ценным бумагам или при ее участии, а затем верифицированы последней на основании того, что заявления о состоянии корпоративного управления являются частью информации, раскрываемой публичными компаниями, которая подлежит верификации, как и любая иная публичная информация. Данные национальные органы принимают более активное участие в применении кодекса, детально анализируя важность представленных объяснений. «Принятие» кодексов наиболее активно отражается в отчетах об исследовании, проведенных как комиссиями по управлению, так и независимыми третьими лицами (учеными, бухгалтерскими фирмами) и комиссиями по ценным бумагам, причем как наряду с действиями по применению (Португалия, Испания¹⁷³), так и в их отсутствие (Бельгия, в некоторой степени Франция).

У комиссий по управлению нет общего подхода к тому, как решать вопросы, связанные с применением кодексов и подтверждать качество раскрываемой информации и объяснений в отличие от формального применения. Хотя и встречаются упоминания о данном типе более навязчивого мониторинга, он был эффективно осуществлен лишь в нескольких государствах. Это означает, по крайней мере, что комиссия по управлению может взяться за высшие органы в компании и проанализировать мотивы неприменения положений кодекса. Отсутствие надлежащих методов мониторинга и следственных полномочий может объяснить, почему в основном мониторинг ограничивается статистическими наблюдениями и общим анализом.

Однако данный альтернативный подход используется в некоторых юрисдикциях, наиболее заметно в Испании и Португалии, где проводится активный анализ заявлений о состоянии корпоративного управления, а отрицательные выводы обсуждаются с компанией. Аналогичный вид мониторинга наблюдается в Швейцарии. Необходимо внести изменения раскрываемую информацию, а в случае отказа возможно применение дисциплинарных мер. Представляется, что Великобритания также рассматривает возможность проведения изменений в этом направлении.

В заключение необходимо отметить следующее: сравнение европейских юрисдикций дает широкий спектр ответов на вопрос, каким образом можно осуществлять мониторинг применения кодекса корпоративного управления. Эти различия отражают фундаментально разные правовые традиции, а также различные деловые и политические условия. Поэтому будет сложно, если вообще возможно, разработать единый шаблон применения кодекса на территории всего ЕС. Этот факт не препятствует осуществлению минимального объема мониторинга.

8.8. Раскрытие наименований компаний

¹⁷³ Где верификация стала осуществляться внутри регулятора рынка ценных бумаг.

Если уровень применения кодекса корпоративного управления был недостаточным, можно ожидать, что комиссия по мониторингу после соблюдения надлежащих процедур и обсуждения вопроса с соответствующими органами внутри компании раскроет наименования компаний, которые не соблюдали рекомендации. Это будет предупреждением для рынков относительно отклонений от положений кодекса, а также пристыдит компанию, которая не желает следовать положениям кодекса («назвать и пристыдить»).

Данный подход не является характерным для органов по мониторингу. Одни предполагают, что существуют правовые причины, а именно правила о клевете и распространении сведений, порочащих деловую репутацию, не позволяют этим органам говорить открыто о такого рода нарушениях и личности самого нарушителя. Более того также необходимо четко проработать процесс выявления нарушений кодекса, поскольку, например, в некоторых странах опубликование соответствующей информации будет рассматриваться с правовой точки зрения в качестве санкции, вызывающей озабоченность в отношении соблюдения прав человека. Государственные органы будут участвовать в такого рода мероприятиях с большой неохотой, поскольку кодекс является частным заявлением, исполнение которого не может быть обеспечено с помощью государства, если только это не будет закреплено на законодательном уровне. Вряд ли такие дисциплинарные полномочия могут быть легко предоставлены частным органам, хотя условия листинга могут и предусматривать такие полномочия (Швейцария, Люксембург, Швеция, Дания).

Данную сдержанную позицию государственных органов не разделяют ассоциации инвесторов: Французская ассоциация компаний по управлению активами (AFG) публикует свои «уведомления» со ссылками на повестки дня годовых общих собраний акционеров и конкретные критикуемые пункты. Голландская ассоциация институциональных инвесторов (Eumedion) перечисляет годовые общие собрания акционеров со ссылками на отдельные компании¹⁷⁴. В практике Португалии компании перечислены с указанием наименований, а также, например, их позиции по шкале соблюдения кодекса. Когда принимаются какие-либо меры, их результаты, однако, не всегда раскрываются. Это, конечно же, отличается обычно от громких судебных исков, подаваемых по инициативе ассоциаций инвесторов (особенно это характерно для Нидерландов, Франции, а также частично для Германии).

Основываясь на методике сравнения качества товаров народного потребления или финансовых услуг, можно также рассмотреть вопрос относительно возможности публикации данных по критичным вопросам корпоративного управления. Такая попытка предпринималась в Нидерландах, где веб-сайт Голландской ассоциации акционеров содержит данные о размере вознаграждения, выплачиваемого генеральным директорам крупных голландских фирм¹⁷⁵.

8.9. Общая роль акционеров в обеспечении эффективности кодексов

Очевидно, что относительно недавние примеры участия акционеров в регулировании

¹⁷⁴ См., например, www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2011_ava_evaluatie.pdf; См. также годовой отчет Голландской ассоциации акционеров за 2010 г., с. 13, согласно которому Комиссия по вопросам корпоративного управления планирует раскрыть названия компаний, нарушающих кодекс. Голландская ассоциация инвесторов самостоятельно публикует список предположительно независимых директоров, которые по результатам проведенного анализа оказались зависимыми; там же, стр. 17.

¹⁷⁵ На веб-сайте Голландской ассоциации акционеров в разделе «Председатель» ('bestuursvoorzitter') с указанием информации о повышении/уменьшении размера вознаграждения за прошлый год, а также данных об опционах и бонусах.

вопросов корпоративного управления очень сильно отличаются в странах с концентрированной собственностью по сравнению со странами, где права собственности на акции рассредоточены среди широкого круга лиц. Однако следует предостеречь от упрощенного взгляда на эту ситуацию: в большинстве европейских стран одновременно существуют две модели, при этом модель с рассредоточенной собственностью применяется к крупнейшим фирмам.

В компаниях с концентрированной собственностью инвесторы, не входящие в контролируемую группу, обычно не играют важной роли. Уровень участия этих инвесторов в собраниях, как правило, низкий, хотя институциональные инвесторы, голосующие по доверенности через представителей, могли сильно увеличить этот показатель за последние несколько лет (Ван дер Эльст, 2012 год). Роль, которая отведена внешним инвесторам, обычно достаточно ограниченная, что подтверждается низким процентом голосов «против» или воздержания при голосовании¹⁷⁶, тем не менее, они могут влиять на рыночную цену акций компании.

Поразительно, что в компаниях с концентрированной и рассредоточенной собственностью обычной практикой для совета директоров является стремление к соблюдению и добровольному применению кодекса и недопущение причинения ущерба деловой репутации компании из-за неполноценной политики, регулирующей соответствующие вопросы. Оба типа компании хотели достичь значительного прогресса в создании аудиторских комитетов еще до того, как это требование стало обязательным, в разработке надлежащих моделей управления рисками и разъяснении инструментов по управлению рисками, а также с недавних пор в разъяснении их бизнес-моделей и их жизнеспособности. Можно упомянуть эти примеры в качестве некоторой формы «конкурса выдающихся мастеров». Более неприятным был вопрос, связанный с выплатой вознаграждений, где в конечном итоге законодатель был вынужден вмешаться (Лорш и Симпсон, 2009 год¹⁷⁷). Аналогичная ситуация и с вопросом гендерного разнообразия в совете директоров.

Даже в компаниях с концентрированной собственностью данный подход поддержал положение акций компании на рынке, был одобрен менеджментом, и, что не менее важно, поддержал рыночную стоимость акций компании в пользу как владельцев блокирующих пакетов акций, так и инвесторов.

Вопрос применимости кодексов корпоративного управления и их влияния на ценовую динамику акций изучался несколькими европейскими исследователями (Гомперс и др., 2003 год). Мнения разделились. В некоторых отчетах внимание уделяется более жесткому обеспечению исполнения положений кодекса. Также под сомнение ставится вопрос о том, насколько эффективно институциональные инвесторы влияют на общие собрания акционеров. В этом отношении рекомендуется обратиться к следующим отчетам.

Клейчер и др. (2008 год) видят чрезвычайно сильную связь между корпоративным управлением в общем и результатами деятельности компании, в то время как МакНил и Ли Сяо (2006 год) пришли к выводу, что существует четкая взаимосвязь между результатами деятельности компании и несоблюдением кодекса, имея в виду, что акционеры отлично функционирующих фирм более толерантны к вопросам несоблюдения установленных требований. Выводы Шауката и Паджетта (2005 год) идут в том же направлении:

¹⁷⁶ Хорошо известно, что эти инвесторы голосуют «против» исключительно в тех случаях, когда другие попытки повлиять на решение компании были безуспешными.

¹⁷⁷ Хотя в некоторых случаях инвесторы смогли отказаться от предложенного плана выплаты вознаграждений: «Акционеры компании «Шелл» взбунтовались против выплат», 19 мая 2009 года, материалы доступны по ссылке <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8058103.stm>. Recently, the 'shareholder spring' has witnessed numerous cases of open criticism of remuneration, leading in some cases to reduction of the amount, or even the departure of the CEO as his remuneration increases notwithstanding the poor result of the company: 'Moss, A. Aviva CEO, Resigns After Shareholder Revolt On Compensation', 19 May 2012, available at 2012 www.huffingtonpost.com/2012/05/08/andrew-moss-aviva-ceo-resigns_n_1499209.html.

соблюдение установленных требований имеет значение не просто как использование шаблонных подходов, а как причина, побуждающая к реальным изменениям в системе корпоративного управления крупных публичных компаний, и за это акционеры готовы приплачивать к номинальной стоимости. В Германии некоторые авторы указывают на благотворную роль кодексов корпоративного управления: Циммерманн и др. (2004 год) пришли к выводу, что уровень соблюдения положений кодекса является информацией, имеющей прямое отношение к стоимости акций, приписывая это методам стимулирования (или давления) на рынок капитала, что может привести к повсеместному принятию рекомендаций, изложенных в кодексе, даже если механизмы по обеспечению исполнения положений кодекса относительно слабы. Дробец и др. (2003 год) проанализировали различия в системах корпоративного управления в привязке к конкретным фирмам и отметили положительную взаимосвязь между их Рейтингом корпоративного управления и стоимостью фирмы. При этом больше критических замечаний можно услышать от Пригге (2010 год), который указывал на ограниченность эмпирического анализа вопросов корпоративного управления, а роль кодекса корпоративного управления ставилась под сомнение Новаком и др. (2006 год), которые полагали, что влияние кодекса весьма незначительно, и в качестве одного из выводов указывали, что «далее доказывает гипотезу о том, что система корпоративного управления, базирующаяся на механизме саморегулирования ... и полагающаяся на обязательное раскрытие информации в отсутствие независимого мониторинга и правового обеспечения исполнения, является неэффективной и не оказывает позитивное влияние на стоимость акций». Ван дер Эльст (2012) выяснил, что растущее присутствие институциональных инвесторов не оказало существенного влияния на показатели одобрения обычных вопросов на повестке дня.

В компаниях с рассредоточенной собственностью наблюдается полное развёртывание правил корпоративного управления. Институциональные инвесторы и хедж-фонды часто занимали активную позицию в целях убеждения общего собрания акционеров в своей точке зрения. Недавно несколько раз разворачивались баталии среди общественности, а также иногда и в судах, в некоторых случаях достаточно успешные, относительно вопроса выплаты вознаграждений¹⁷⁸.

В компаниях с крупной структурой рассредоточенной собственности институциональные инвесторы обычно достаточно инертны, чтобы предпринимать какие-либо совместные действия вследствие боязни получить дополнительные обязанности, особенно касающиеся «согласованных действий»¹⁷⁹ и инсайдерской торговли, или попасть под действие более строгих правил США о раскрытии информации («Fair Disclosure»). Поэтому обычно они предпочитают оставаться пассивными: самое большое, на что они способны, так это участвовать в голосовании, когда такое участие является обязательным. Более крупные институциональные инвесторы действуют независимо и оказывают давление на корпоративное управление в компании (например, о назначении директоров и выплате им вознаграждений) и на стратегию развития. По крайней мере в трех юрисдикциях, а именно во Франции, Нидерландах и Великобритании, институциональные инвесторы открыто осуществляют значительное давление на публичные компании, особенно на их систему корпоративного управления. Методы различны: в Великобритании в соответствии с Кодексом надлежащего управления была введена продуманная система, которая в основном базируется на действиях компаний по

¹⁷⁸ Наиболее известным примером является дело компании «Сторк» (Storck), в котором активные инвесторы смогли убедить большинство поддержать их предложение о разделении компании к ужасу общественного мнения и прессы. См. Апелляционный суд г. Амстердама (ОК) 17 января 2007 года, LJN AZ6440, JOR 2007, 42 («Центавр ц.с./Сторк» / Centaurus c.s /Storck).

¹⁷⁹ Приводит к раскрытию дополнительной информации согласно правилам Директивы о прозрачности или даже к обязанности направить обязательное предложение миноритарным акционерам, если превышено пороговое значение.

управлению активами. В Нидерландах влиятельная ассоциация институциональных инвесторов взаимодействует с менеджментом, а небольшие инвесторы действуют напрямую через ассоциацию по защите прав инвесторов или преследуют свои цели через действия общественности, а иногда через судебные иски. Во Франции существуют две модели, одна базируется на компаниях по управлению активами, другая представлена защитниками прав инвесторов¹⁸⁰. Некоторые действия разворачиваются с помощью громких публичных заявлений, интервью для прессы и судебных иски, а другая их часть происходит в рамках осмотровых контактов и обсуждений. Эффективность данных подходов измерить сложно, однако озабоченность, выраженная в ответ на действия активных хедж-фондов, показывает, что советам директоров и менеджменту компаний, являющихся объектами инвестирования, далеко не безразлична потенциальная угроза со стороны этих инвесторов, отстаивающих свою позицию. Однако можно спокойно предположить, что идеи корпоративного управления можно эффективно передать через организованных акционеров, поскольку невидимые действия, которые были упомянуты в отношении некоторых юрисдикций, сложно подтвердить документально, поскольку инвесторы предпочитают не оказывать влияние на политику компании, выступая на общих собраниях акционеров или перед общественностью, что рассматривается как крайняя мера. Обычно эти крупные инвесторы будут обсуждать политику компании, включая вопросы корпоративного управления, с советами директоров или менеджментом компании, но будут более инертны, чтобы взаимодействовать с другими инвесторами из-за боязни последствий, вызванных согласованными действиями. Кодекс надлежащего управления Великобритании частично основан на этом предположении. Вопрос о том, учитывается ли их мнение, часто представляется спорным. Поэтому в некоторых случаях применялись более убедительные меры: упоминались случаи, когда несколько институциональных инвесторов, действующих в рамках своей профессиональной организации, осуществляли коллективное давление в целях осторожного смещения члена совета директоров или, скорее, члена правления. Однако данные случаи являются скорее исключением, и о них известно лишь по слухам. Дальнейшее усиление давления осуществляется через общественные заявления или утечку информации на общих собраниях акционеров и в ходе судебных разбирательств.

8.10. Инструменты для осуществления более эффективного мониторинга со стороны акционеров

Секрет первого главного способа укрепления надлежащего управления компании скрыт непосредственно в ее внутренних силах, т.е. в советах директоров, особенно независимых директорах, акционерах и внешних аудиторах (Вайр и др., 2001 год). Совет является первым в очереди органом, который обеспечивает надлежащее корпоративное управление и должен организовать сам себя с помощью привлечения необходимой экспертизы, создать внутренние правила и процедуры осуществления корпоративного управления, учредить комитеты по вопросам корпоративного управления, провести самооценку и оценку совета директоров, при необходимости, внешнюю оценку. Применимое законодательство ужесточило их роль в плане ответственности¹⁸¹.

¹⁸⁰ Коллет Нювилль, основатель АДАМ (ADAM), Ассоциации по защите прав миноритарных акционеров (Association de défense des actionnaires minoritaires), известный защитник прав акционеров во Франции.

¹⁸¹ Юридическая ответственность членов наблюдательных советов немецких финансовых учреждений (Aufsichtsrat) была ужесточена за счет переноса бремени доказывания на директоров и увеличения срока давности для привлечения к ответственности в рамках публичных кредитных организаций: Закон о реструктуризации и упорядочении выдачи разрешений банкам, создании фонда для реструктуризации кредитных организаций и продлении срока давности в корпоративном праве при привлечение директоров к ответственности (Закон о реструктуризации, RStruktG).

Аудиторы играют полезную роль при подтверждении информации и данных, указанных во внутренней отчетности, например, в отношении выплаты вознаграждения (Хоммельхофф и Маттеус, 2003 год; Вольманнстеттер, 2011 год). Эти разные структуры могут именоваться «внутренними» органами по мониторингу в отличие от «внешних» органов, как это описано ниже.

8.10.1. Создавая возможности для продолжительного диалога

Акционеры являются конечными бенефициарами мероприятий по корпоративному управлению, осуществляемых компаниями и всеми иными участвующими сторонами, однако зачастую диалог между всеми ними весьма слабый. Положения кодекса принимаются без достаточного обсуждения¹⁸², а в самих компаниях диалог ограничен участием в голосовании раз в году, да и то, как правило, через представителя.

Компании взаимодействуют с акционерами раз в году в рамках общих собраний акционеров: во многих юрисдикциях годовые общие собрания акционеров являются весьма скучными и ритуальными мероприятиями, хотя недавний опыт использования права давать рекомендации в отношении компенсационных пакетов топ-менеджеров, так называемое правило «say on pay», может говорить об обратном. В других странах, особенно в Германии, годовое общее собрание акционеров является форумом для публичного выражения широкого спектра чувств и разочарований, вплоть до того, что пришлось принять рекомендации по вопросам корпоративного управления, которые ограничивают продолжительность выступлений¹⁸³. Какие же сигналы получают компании от своих инвесторов, и как эти сигналы передаются? В компаниях с концентрированной собственностью владелец блокирующего пакета акций будет высказывать свое мнение, вынуждая других акционеров оставаться более-менее в стороне. С точки зрения компании сигналы ограничены вопросами изменения цены на рынках и, возможно, визитами одного или двух активных акционеров. Департамент по связям с инвесторами вежливо их выслушает или встретится с ними. При этом реального взаимодействия будет очень мало, не говоря уже про дух партнерства. Компании обязаны разработать эффективные процедуры взаимодействия.

Важным элементом является то, что акционеры и инвесторы должны иметь возможность выразить свою озабоченность менеджменту компании, а менеджмент обязан организовать необходимые процедуры в целях обеспечения этого диалога. Данный диалог позволит избежать перегибов или неожиданных ситуаций на годовом общем собрании акционеров, а также удерживать активных инвесторов от совершения необдуманных действий. У компании есть несколько способов для начала такого более продолжительного диалога, например, посредством использования электронным средств связи. Это позволит модифицировать агентские взаимоотношения, и тогда заинтересованные акционеры смогут высказать свое мнение, имея на руках необходимую информацию, а у менеджмента будет понимание относительно мнения инвесторов. Сам по себе процесс голосования станет кристаллизацией взаимоотношений, а не их эксклюзивным и уникальным выражением. Это также модифицирует роль представителей в процессе голосования, поскольку им придется учитывать результаты этого диалога, при этом они смогут стать его активной частью. Хотя данный вопрос и выходит за рамки традиционных проблем корпоративного управления, можно изучить, в какой степени цель может быть закреплена в уставе компании и затем организована на основе стандартов

¹⁸² См. изменение позиции в деле «Фон Вердер и Бартц» (Von Werder and Bartz) (2012 год), нт. 192.

¹⁸³ В отношении Германии в Кодексе содержится рекомендация, что продолжительность общего собрания не должна превышать 4-6 часов (§ 2.2.4).

«мягкого права».

8.10.2. Организация роли институциональных инвесторов

Среди различных классов акционеров институциональные инвесторы уже играют ведущую роль в мониторинге корпоративного управления, и следует изучить вопрос относительно того, как можно сделать эту роль более эффективной. Наименее плохой идеей может стать установление обязанности по участию в голосовании и предоставлению отчетов по распределению голосов, но это не очень убедительный инструмент, поскольку институциональные инвесторы будут просто применять этот механизм, не имея в нем реальной заинтересованности или даже не зная, каким образом распределились голоса. С другой стороны, не следует ожидать, что институциональные инвесторы или компании по управлению активами будут проводить последующие мероприятия в отношении каждой из тысяч компаний, входящих в их портфель инвестиций. Основными вопросами здесь являются гибкость и стоимость (Ван дер Эльст и Вермюлен, 2011 год¹⁸⁴). Избирательное, но активное взаимодействие с компаниями, являющимися объектами инвестирования, представляется более привлекательной альтернативой, при условии что будут даны необходимые гарантии в отношении негативных последствий такого взаимодействия, в основном в отношении получения информации, влияющей на цену акций, которая ведет к продаже крупных пакетов акций или применению правил о согласованных действиях. Решения могут быть найдены во внутренних процедурах, аналогично существующим в инвестиционных фирмах «китайским стенам» (информационным барьерам между лицом, принимающим инвестиционные решения в организации, и лицами, не раскрывающими существенную информацию для принятия таких решений).

Участие институциональных инвесторов в голосовании нельзя оценить без учета роли представителей в процессе голосования¹⁸⁵. Для институциональных инвесторов, которым принадлежат сотни, а в некоторых случаях даже тысячи разнообразных видов вложений в акционерный капитал, осуществление прав на участие в голосовании, как это предусмотрено в некоторых законодательных актах, практически невозможно, в частности, поскольку большинство общих собраний акционеров проводится в течение промежутка времени около двух месяцев. В этом смысле представители в процессе голосования предлагают эффективное решение данной проблемы. Однако необходимо поставить под сомнение истинное качество данного вида взаимодействия, поскольку обычно инвестор не способен в каждом конкретном случае определить, каким образом необходимо голосовать, учитывая конкретные обстоятельства каждой компании, являющейся объектом инвестирования. В результате чего именно такой представитель определяет, каким образом будет голосовать принципал, исходя из разработанных этим представителем модельных схем голосования. Аргумент о том, что такие голосующие представители обсуждают со своими принципалами особенности распределения голосов, представляется маловероятным из-за значительного числа компаний, являющихся объектом инвестирования, в которых проводится голосование и распределяются голоса. Голосующие представители, полагаясь на единообразные указания по голосованию, действуя в интересах нескольких институциональных инвесторов, усиливают свое влияние, увеличивая риск принятия необъективных или необоснованных решений.

¹⁸⁴ Авторы отмечают несколько видов затрат, которые необходимо принимать во внимание: (1) рутинность / микро-менеджмент, (2) отвлечение менеджмента, (3) негативное отношение к риску, и (4) отсутствие прозрачности.

¹⁸⁵ См. Консультацию Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA) «Обзор деятельности полномочных консультантов. Размышления о возможных вариантах политики», 22 марта 2012 года; Фляйшер (2011 год) предложил осуществлять надзорную «опеку» ('kuratel') в отношении полномочных консультантов, с. 173.

Поэтому необходимо поинтересоваться, не нужно ли предпочесть индивидуализированное голосование.

Более обоснованный подход заключается в том, что институциональные инвесторы или компании по управлению активами, выступающие в качестве их представителей, могут создать юридическое лицо¹⁸⁶, являющееся обособленным и независимым от их основного портфеля, и в этом юридическом лице будут размещены отдельные акции тех компаний, в капитале которых планируется более активное участие. Данное обособленное юридическое лицо может выступать в качестве активно участвующего акционера, четкой задачей которого является проведение последующих мероприятий в отношении компании, являющейся объектом инвестирования. Юридическому лицу будет запрещено осуществлять торговлю акциями, входящими в портфель, что позволит избежать конфликта интересов, а при условии установления юридического запрета на передачу инсайдерской информации можно будет устранить большинство вопросов, связанных с инсайдерской торговлей. Это должно стать надлежащей «китайской стеной», отделяющей основной портфель. Самое главное заключается в том, что не должно быть путаницы в целях, которые стоят перед основным портфелем и обособленным юридическим лицом. Для последнего характерно четкая отдельная система корпоративного управления и четкий бюджет, который должен быть одобрен участниками основного портфеля. Это позволит устранить текущую путаницу в отношении того, что платит за активность в сфере корпоративного управления.

8.10.3. Взаимодействие и надлежащее управление

То, как крупные акционеры выстраивают свои взаимоотношения с компаниями, являющимися объектами инвестирования, иллюстрирует существенное разнообразие, которое обусловлено не только различиями в количестве принадлежащих акций, что достаточно очевидно, но также и организацией контрольных пакетов акций и различиями в социально-правовой среде, в рамках которой осуществляется владение этими пакетами акций. Необходимо учитывать обычную дифференциацию компаний с концентрированной и рассредоточенной собственностью. Компании с концентрированной собственностью повсеместно соблюдали положения кодексов корпоративного управления, хотя это могло ограничить влияние их контролирующих акционеров.

В компаниях с рассредоточенной собственностью вопросы корпоративного управления находятся главным образом в руках совета директоров – при этом акционеры оказывают незначительное влияние – и призваны восстановить равновесие влияния со стороны менеджмента. В основном в сознании компаний с рассредоточенной собственностью укрепилось понимание того, что были разработаны предложения относительно взаимодействия и управления среди рассредоточенных акционеров; однако эти вопросы требуют дополнительного анализа в обоих типах компаний.

Винтер (2012 год) недавно предложил трехслойную форму участия рассредоточенных акционеров, которую он назвал соблюдение, вмешательство и взаимодействие. Он считает, что значительную часть участия институциональных инвесторов фактически составляет соблюдение применимого кодекса или инструкций посредством принятия политики об обязательном участии в голосовании, что приводит к бессмысленному, но обязательному осуществлению прав на участие в голосовании и предоставлению представителю права выбора и права на участие в голосовании. Поскольку большинству учреждений принадлежат крупные диверсифицированные портфели акций, это

¹⁸⁶ Компания, траст, фонд.

единственный вид участия, который данные инвесторы могут эффективно реализовать на практике. Вмешательство имеет место, когда акционеры вступают в диалог с менеджментом, чтобы заставить его скорректировать стратегию или политику с целью повысить акционерную стоимость или поддержать цели в сфере охраны окружающей среды, социальных вопросов и корпоративного управления. Вмешательство активных акционеров принадлежит к этой категории и характеризуется тем фактом, что обычно их действия единичны. Третья группа, надлежащее управление, касается долгосрочной перспективы взаимодействия и намерения инвестора выстроить структурированные взаимоотношения. Поэтому в качестве условия предполагается наличие долгосрочной собственности, что обычно несовместимо с регулированием, применяемым к некоторым из этих инвесторов (в частности, к инвестиционным фондам). Взаимоотношения этих акционеров имеют некоторое сходство с взаимоотношениями контролирующих акционеров, но обязательно остаются более обобщенными вследствие слабого стимулирования; также им мешают правила, ограничивающие доступ к конфиденциальной информации или информации, влияющей на цену акций, и отсутствие эффективных инструментов для изменения поведения компании. В прошлом их действия ограничивались рекомендациями или зачастую незаметным давлением, результатом чего стало несколько случаев изменения состава совета директоров и менеджмента. Если они способны мобилизовать достаточное количество акционеров для реализации своего плана¹⁸⁷, эти институциональные инвесторы смогут инициировать более значительные изменения, как это было проиллюстрировано недавними примерами с принципом «say on pay». Решения затем одобряются на годовом общем собрании акционеров и отражают долгосрочный интерес компании, что существенно отличается от действий, предпринимаемых активными инвестиционными фондами, преследующими краткосрочную выгоду.

В отношении компаний с концентрированной собственностью влияние акционеров представляется еще более сложным, охватывая широкий спектр ситуаций: когда акционерам принадлежит более половины голосов, когда есть фактическое большинство, и когда большинство может быть основано на альянсе нескольких небольших владельцев блокирующих пакетов акций. Контроль также будет часто базироваться на механизмах, способствующих его укреплению, среди которых пирамиды занимают центральную позицию. При таком разнообразии способы коммуникации мнения контролирующего акционера к компании также будут существенно варьироваться: при наличии мажоритарного собственника его мнение, скорее всего, будет доведено до компании и, по крайней мере, будет надлежащим образом учтено. Иные виды контролирующих акционеров, скорее всего, будут использовать менее прямые способы коммуникации или добиваться поддержки других инвесторов с помощью приемлемых для них политик (например, распределение щедрых дивидендов). Общим для всех этих примеров является то, что возможность осуществления контроля обычно презюмируется при наличии у акционера возможности определять или, по крайней мере, влиять на назначение самого себя или нескольких доверенных лиц в совет директоров, но обычно это право не будет распространяться на все решения, принимаемые советом директоров. Как правило, такие акционеры будут принимать решения только по существенным вопросам жизнедеятельности компании, особенно это касается решений, которые напрямую их затрагивают, например, распределение дивидендов, размывание выпусков акций, внесение изменений в устав, реструктуризация бизнеса и, в особенности, слияния. Назначения ключевых лиц, например, председателя совета директоров или генерального директора,

¹⁸⁷ Даже не большинство, поскольку советы директоров не желают противостоять многочисленным миноритарным акционерам.

также должны быть, по крайней мере, предварительно одобрены.

Возможность попрактиковать «вмешательство» со стороны неконтролирующих акционеров будет зависеть от их связи с владельцами контрольного пакета акций, но она существует даже в компаниях, которые не контролируются мажоритарными акционерами. Однако даже в полностью контролируемых компаниях миноритарные акционеры могут заявить о злоупотреблениях правами со стороны мажоритарных акционеров, что в некоторых юрисдикциях может привести к далеко идущим средствам правовой защиты. Активные акционеры смогли мобилизовать государственных инвесторов и провести кардинальные изменения даже в компаниях с акционерами, владеющими блокирующими пакетами акций¹⁸⁸. Чтобы противостоять этим атакам, компании заинтересованы в том, чтобы презентовать себя в качестве компаний, применяющих «надлежащее корпоративное управление», что будет фактически достигнуто с помощью указания на строгое применение кодекса корпоративного управления. Процитированные решения Верховного Суда Нидерландов могут послужить соответствующим примером.

Надлежащее управление является более универсальным понятием и может применяться во всех типах компаний. Скорее, оно будет функционировать как поддержка действующего совета директоров, но может конфликтовать с мнением контролирующих акционеров, например, с их планами по долгосрочному развитию. До сегодняшнего дня существовал лишь незначительный опыт работы с методиками надлежащего управления в контролируемых компаниях, где вопрос обычно решался департаментом по связям с инвесторами. Вопрос о том, будет ли этого достаточно в будущем, является спорным, и советы директоров могут поискать более качественные способы коммуникации. Также можно рассмотреть возможность установления прямых отношений с контролирующими акционерами.

Что касается соблюдения установленных требований, то даже если общая эффективность может быть поставлена под вопрос, то, возможно, стоит ограничить его обязательное использование отдельными вопросами повестки дня общего собрания акционеров, в отношении которых у инвесторов есть непосредственный интерес (например, меры, направленные на недопущение поглощения компании).

8.11. Внешний мониторинг со стороны комиссий по вопросам корпоративного управления

Было разработано несколько схем по повышению эффективности кодексов корпоративного управления, а принятие этих схем будет зависеть от правовой, социальной и политической среды, в условиях которой эти кодексы были приняты и применялись. Логично допустить, что нельзя найти единое решение, которое удовлетворило бы все государства, находящиеся в Европейском Союзе и за его пределами. При проработке содержания кодексов и методов их применения необходимо учитывать локальные различия, которые позволяют экспериментировать с широким спектром методов, некоторые из которых были проиллюстрированы в обзорах по странам.

В виду отсутствия непосредственной правовой значимости несколько внешних определяющих факторов, обеспечивающих эффективность применения кодексов, будут упомянуты здесь лишь в общих чертах. Мы отметим достаточно важное влияние прессы, общественного мнения, политического мира и судебной системы, когда они сталкиваются с положениями кодекса или концепциями корпоративного управления. Их эффективность варьируется в зависимости от конкретного вопроса (выплата вознаграждений, гендерное

¹⁸⁸ См. дело компании «Сторк» (Storck), нт. 209.

разнообразие) и зависит от существования сообщений в прессе и общественного мнения. Взамен этого мы сфокусируемся на структурированных внешних моделях осуществления мониторинга, некоторые из которых уже применяются на практике.

8.11.1. Природа и роль комиссий по осуществлению мониторинга в сфере корпоративного управления

Несомненно, что самой сильной моделью осуществления мониторинга является португальско-испанская, в соответствии с которой надзорный орган на рынке ценных бумаг устанавливает правила, оценивает их применение и, если это необходимо, предпринимает меры принудительного характера. В обоих случаях это достигается за счет включения заявлений о состоянии корпоративного управления в годовые отчеты, подпадающие под сферу внимания надзорных органов на рынке ценных бумаг в рамках национального законодательства, принятого в свете применения Директивы о прозрачности¹⁸⁹. Ведутся споры относительно того, что поскольку данная правовая база применяется на всей территории ЕС, данный надзорный режим фактически должен распространяться на весь ЕС. Однако данный аргумент применим только в отношении кодекса корпоративного управления регуляторного происхождения, и когда подлежащая раскрытию информация определена в законе, даже если последний базируется на принципе «соблюдай или объясни». Поэтому данная модель не может быть просто перенесена в другие юрисдикции, где кодексы корпоративного управления являются продуктом частного сектора, где государственные органы не всегда хотят тратить свое время и ресурсы на обеспечение исполнения документа, который исходит из источника, находящегося за пределами государственного сектора, и обяжет их поставить перед собой труднодостижимые цели, которые изложены в частном документе. На самом деле, ситуация еще более сложная: в Бельгии и Франции надзорные органы на рынке ценных бумаг взяли на себя обязательство проводить тщательную проверку практики корпоративного управления, хотя нет никаких сомнений в том, что кодексы корпоративного управления носят частный характер. Однако данные регуляторные органы остаются в стороне, когда речь заходит о нормотворчестве, не носящим регуляторный характер, или об обеспечении исполнения конкретным лицом, поскольку в противном случае это изменит диалог в сфере корпоративного управления вследствие перехода от саморегулирования к регуляторным действиям. С другой стороны, компании будут активно спорить о том, что гибкая модель корпоративного управления, желательно базирующаяся на механизме саморегулирования, наилучшим образом будет отвечать их потребностям. Бесспорным является то, что развитие идет в другом направлении, и что все больше и больше инструментов корпоративного управления, вероятно, будут регулироваться в рамках официального или государственного регулирования (например, связанные с управлением рисками, гендерным разнообразием¹⁹⁰).

Большинство комиссий по осуществлению мониторинга в сфере корпоративного управления имеет частноправовой статус, хотя и с разной степенью государственного участия. Данные органы являются очень эффективными в нормотворческом процессе и в повышении уровня осведомленности о вопросах корпоративного управления. При этом

¹⁸⁹ Директива о прозрачности 2004/109 от 15 декабря 2004. См. статью 4(2)(b) и статью 24(4)(h), которые ссылаются на структуру отчетности. Эти положения не устанавливают четких обязательств национальных надзорных органов по проверке и подтверждению информации, содержащейся в годовых отчетах компаний.

¹⁹⁰ Тенденция характерна для некоторых государств ЕС: Италия, Закон 120 «Гендерный баланс в советах директоров публичных компаний» от 12 августа 2011 года; Закон Бельгии о разнообразии, Закон о гендерном разнообразии, 28 июля 2011 года, нт. 22; и Закон Франции о равном представительстве женщин и мужчин в советах директоров и наблюдательных советах и равенстве на работе», 27 января 2011 года.

какого-либо конкретного подробного требования к адаптации их состава: государства, предпочитающие частные организации, должны иметь возможность продолжить двигаться в этом направлении по аналогии с теми, которые полагаются на смешанные формулы или регуляторов рынка ценных бумаг. Имея такую свободу выбора, частные компании сохраняют за собой ответственность за проект корпоративного управления и обеспечат его разработку, учитывая меняющуюся деловую практику. Участие опытных представителей ведущих деловых кругов позволит избежать наличия положений кодекса или решений, которые не отражают надлежащую деловую практику.

В некоторых государствах мониторинг не проводится: это вызывает сожаление и должно быть исправлено. Вопрос, связанный со статусом органа по проведению мониторинга, может быть оставлен для решения на национальном уровне, при этом определенный приоритет следует отдавать частным организациям, состоящим из опытных представителей ведущих деловых кругов.

8.11.2. Средства мониторинга

Внешний мониторинг фактических практик корпоративного управления осуществляется в основном с использованием статистических инструментов. Хотя они и являются полезными, необходимо уделять больше внимания практике корпоративного управления и представляемым объяснением, а также их содержательности. Этого можно достичь за счет описания отдельных практик для всех компаний, соблюдающих положения кодекса, осуществляющих деятельность в нескольких юрисдикциях, а не в какой-то одной. Актуальное сравнительное понимание является мощным инструментом для выявления недостатков или рекомендаций в отношении возможных улучшений со ссылкой на тех, кто уже следует более строгой дисциплине. Такие сравнительные действия могут привести к усиленной де факто гармонизации и упорядочению раскрытия информации, а также способствовать расширению практики корпоративного управления как следствие «конкурса выдающихся мастеров». Подобным же образом следует уделять больше внимания опыту других стран не только в отношении способов решения существенных вопросов, но также и средств, используемых для обеспечения более эффективного применения кодексов.

Предположение о том, что отчеты по корпоративному управлению отражают реальность, нужно периодически подтверждать. Должен ли аудитор взять на себя выполнение этой задачу, как это происходит в некоторых странах, либо это должно осуществляться в рамках открытого диалога с компаниями – вопрос дискуссионный. Однако понимание того, что раскрытие информации может подлежать проверке и подтверждению, будет способствовать улучшению практики корпоративного управления и более содержательному раскрытию информации. Здесь будет описан подход, основанный на оценке риска.

Комиссии по корпоративному управлению должны иметь возможность взаимодействовать с компаниями и их заинтересованными лицами по отдельным вопросам, например, вопросам, возникающим у инвесторов, которые были обозначены в качестве выпадающих показателей в рамках статистического упражнения или в целом привлекли больше внимания со стороны общественности. Комиссии по корпоративному управлению должны иметь право взаимодействовать с компаниями в отношении применения компаниями положений кодексов корпоративного управления и право затребовать объяснения. В рамках диалога на высоком уровне необходимо, по крайней мере, обсудить аргументы компаний, не применяющих отдельные положения кодексов или не предоставляющих надлежащих объяснений причин отклонения от положений

кодексов. Обсуждение не должно носить бюрократический или административный характер, нужно работать совместно с людьми, обладающими знаниями и опытом в вопросах корпоративного управления. С другой стороны, у компаний должна быть обязанность реагировать на приглашение и представлять ответы на вопросы, возникшие у комиссий по осуществлению мониторинга, особенно в отношении объяснения причин несоблюдения рекомендаций комиссии, однако последнее слово остается за компаниями.

Если вышеуказанные меры будут неэффективными, последним и решительным аргументом комиссии по корпоративному управлению должно стать право раскрывать наименование компаний - нарушителей. В этом случае необходимо защитить комиссии от судебных исков со стороны критикуемых фирм, за исключением случаев грубой неосторожности или умысла. Защита должна распространяться на правила о клевете и распространении сведений, порочащих деловую репутацию. До применения данного инструмента необходимо соблюсти надлежащие процедуры. Вопросы относительно применения иных санкций (например, отдельных видов гражданской ответственности или даже профессиональной дисквалификации) лучше оставить на решение в рамках соответствующей правовой системы¹⁹¹. Такие изменения могут быть внесены с использованием «мягкого права» (правовых норм, не носящих обязательного характера), особенно с использованием контрактных инструментов¹⁹² или в рамках условий листинга. Обеспечение правовой защиты комиссий по осуществлению мониторинга может потребовать принятия законодательных актов. Необходимо сохранить концепцию саморегулирования и принцип «соблюдай или объясни», что позволит обеспечить столь желанную гибкость и избежать закостенелостей. В то же время результат должен заслуживать доверия и способствовать более здоровой организации и функционированию публичных компаний.

8.12. Есть ли потребность в последующей гармонизации?

Вопрос относительно общеевропейской гармонизации упоминался несколькими национальными органами по корпоративному управлению. Обычно эта идея не очень нравится. Поэтому может существовать достойная альтернатива для комиссий по корпоративному управлению для более подробного изучения вопроса о том, чему они могут научиться друг у друга, и для сбалансирования своих рекомендаций и перехода к более общим концепциям. В то же время, как уже упоминалось выше, сами компании эффективно пытаются упорядочить свои практики корпоративного управления и раскрытие информации. Европейские бизнес-ассоциации могут предпринимать в добровольном порядке инициативы, основанные на принципе восходящего анализа. До сегодняшнего дня данное совместное упражнение не осуществлялось, поэтому можно обратиться в национальные комиссии по корпоративному управлению, чтобы они проявили инициативу в отношении этого вопроса.

Если все эти попытки не увенчаются успехом, будет полезно разработать ряд принципов общего характера, в сравнении с которыми можно будет измерять все национальные кодексы корпоративного управления, отражая общий знаменатель среди надлежащих практик, закрепленных сегодня в кодексах, но при этом предоставив национальным нормотворческим органам свободу в принятии принципов или положений, которые будут наилучшим образом адаптированы к их правовому режиму.

Обширное разнообразие видов собственности среди компаний и, соответственно,

¹⁹¹ Поэтому, например, в голландской системе дисквалификация относится к мерам, которые могут быть применены по указанию Палаты компаний (ст. 2:356 Гражданского кодекса).

¹⁹² Сопоставим с кодексом, который применяется в Великобритании к институциональным инвесторам.

режимов корпоративного управления в ЕС, которые нашли отражение в правовых структурах, являются убедительными аргументами против единообразного подхода к вопросам корпоративного управления. Это касается как механизмов саморегулирования, так и правового вмешательства.

9. Рекомендации

В главе обозначен ряд сфер, в которых необходимо усовершенствовать текущие механизмы применения принципов корпоративного управления. Следующие 10 рекомендаций адресованы национальным агентствам, отвечающим за разработку, принятие и применение принципов и кодексов корпоративного управления, а также компаниям, которые применяют данные кодексы.

(1.) Кодексы корпоративного управления являются полезными инструментами для решения вопросов в сфере корпоративного управления. Их надежность будет зависеть от эффективного применения кодексов.

(2.) Принцип «соблюдай или объясни» представляет собой чувствительный подход к вопросам корпоративного управления: термин «соблюдай» следует понимать как наложение обязательств на компании по подробному объяснению своих моделей корпоративного управления и связанных с ними механизмами. Термин «объясни» означает предоставление надлежащих содержательных объяснений.

(3.) Компаниям следует организовывать свои контакты с инвесторами на более частой и интенсивной основе, чем просто в рамках проведения годовых общих собраний акционеров.

(4.) Институциональные инвесторы и компании по управлению активами должны организовывать себя самостоятельно, чтобы более активно взаимодействовать с компаниями, являющимися объектами инвестирования, избегать текущих ограничений. Создание отдельного дочернего общества по корпоративному управлению, обеспеченного достаточными объемами финансирования, будет способствовать достижению этой цели.

(5.) Положения о согласованных действиях (сговоре) и инсайдерской торговле не должны препятствовать реализации надлежащим образом организованных мер по взаимодействию.

(6.) Компании должны осуществлять внутри себя активный мониторинг своих механизмов корпоративного управления.

(7.) Должны быть созданы национальные органы корпоративного управления, отвечающие за реализацию последующих мер по разработке и мониторингу применения кодексов. Внешний мониторинг должен осуществляться старшими и более опытными представителями ведущих деловых кругов.

(8.) Трансграничные контакты, включая осуществление мониторинга на трансграничной основе, могут выступать полезным инструментом для разработки общих контрольных критериев по отдельным вопросам корпоративного управления.

(9.) Данные органы корпоративного управления должны иметь право взаимодействовать в рамках активного диалога с компаниями, что позволит им идентифицировать надлежащую практику, включая практику, касающуюся применения положений кодексов.

(10.) Национальные органы корпоративного управления должны иметь право опубликовывать названия компаний с недостаточно развитой практикой корпоративного управления; необходимо предусмотреть меры ответственности и защиты от клеветы и распространения сведений, порочащих деловую репутацию.

Использованная литература

Андерсен П.К. 2004 г. «Корпоративное управление в Дании», Стокгольмский институт скандинавского права» 45: 11–28.

Аркот С. и В.Бруно, 2006 г. «По букве, но не по духу: анализ корпоративного управления в Великобритании», Рабочий доклад Лондонской фондовой биржи 031.

Бажпай С.Г.Н., Е.Берглёф и С.Клэссенс, 2005 г. «Обеспечение исполнения и корпоративное управление: три точки зрения», Глобальный форум по вопросам корпоративного управления, Фокус, серия изданий Всемирного Банка, материалы доступны на сайте www.ifc.org.

Баррет М. 2012 г. «Конец принципа «соблюдай или объясни»? Корпоративное управление в Великобритании и Ирландии и влияние на Директиву о требованиях к капиталу (CRD IV)», журнал «Международное банковское право и регулирование» 27: 1, с. 4–12.

Баруччи Е. и С.Секаччи, 2005 г. «О структуре собственности, защите инвесторов и стоимости компании на итальянском финансовом рынке», рабочий доклад, доступен на сайте [www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci_ceccacci.pdf\(sd\)](http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci_ceccacci.pdf(sd)).

Баруччи Е. и Дж.Фалини, 2005 г. «Определяющие факторы корпоративного управления на итальянском финансовом рынке», «Экономические заметки» 34: 371–405.

Бибчук Л.А. и Х.Спаманн, 2010 г. «Регулирование выплат банкирам», Журнал права Джорджтауна 98: 247–87.

Бедар Дж.С. и К.М.Джонстоун, 2004 г. «Риск манипулирования доходами, корпоративное управление, решения аудиторов в отношении планирования и ценообразования», «Бухгалтерский обзор» 79: 277.

Берглёф Е. и С.Клэссенс, 2004 г. «Обеспечение исполнения и корпоративное управление», Рабочий доклад № 3409 Всемирного Банка по исследованию политики.

Бьянка М., 2008 г. «Эволюция структуры собственности и контроля в Италии в течение последних 15 лет», Банк Италии, Рабочий доклад.

Бьянчи М. и Л.Энрикес, 2001 г. «Корпоративное управление в Италии после реформы 1998 года: какова роль институциональных инвесторов?», Рабочий доклад, материалы доступны на сайте www.ssrn.com.

Бьянчи М., А.Чиаварелла, В.Новембр и Р.Синьоретти, 2011 г. «Соблюдай или объясни: защита инвесторов с помощью Кодекса корпоративного управления Италии», журнал «Прикладные корпоративные финансы» 23: 107–21.

Брэттон В., 2003 г. «Энрон, Сарбанс-Оксли и бухгалтерский учет: правила / принципы / рента», Правовой обзор Вилланова 48: 1023–56.

Чевфинс Б. и Р.Томас, 2001 г. «Должны ли акционеры обладать расширенным правом голоса по вопросам выплаты менеджменту?: учимся на примере США», Журнал исследований в сфере корпоративного права 1: 277–315.

Клэйчер И., Е.Дорий и Д.Хилье, 2008 г. «Имеет ли корпоративное управление значение? Новые примеры из Великобритании», Рабочий доклад, материалы доступны на сайте <http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/cdh011208.pdf>.

Коффи Дж.С., мл., 2005 г. «Теория корпоративных скандалов: почему США и Европа отличаются», Обзор экономической политики, Оксфорд 21: 198–211.

Кумб П. и С.С.Й. Вонг, 2004 г. «Почему кодексы корпоративного управления работают», квартальное издание МакКинзи 2: 48–53.

Курэ А., 2010 г. «Принцип «соблюдай или объясни», от простого регулирования финансовых рынков до широкого метода регулирования», Ежеквартальный обзор финансового права 4: 4–11.

Кронин С. и Дж.Меллор, 2011 г. Изучение особенностей руководства, взаимодействие между инвесторами и публичными компаниями: проблемы и их решение, Фонд исследования и образования в сфере управления (FGRE), материалы доступны на сайте www.foundationgre.com.

Де Кордт Ю., 2009 г. «Исследование вопросов в свете пирровой победы компании «Фортис» над бельгийским государством», «Обзор общественной практики» 7006: 351–67.

Дробец В., А.Шиллхофер и Х.Циммерманн, 2003 г. «Корпоративное управление и ожидаемые доходы от акций: на примере Германии», Рабочий доклад ECGI по финансам, 11.

Фана Дж.П.Х. и Т.Дж.Вонг, 2004 г. «Выполняют ли внешние аудиторы функции корпоративного управления на динамично развивающихся рынках? Примеры из Восточной Азии», Журнал бухгалтерских исследований, 43: 35–72.

Флейшер Х., 2011 г. «Вопросы будущего корпоративного управления в Германии и Европе: наблюдательные советы, институциональные инвесторы, доверенные советники и осведомители», Журнал «Корпоративные вопросы и корпоративное право», 40: 155–81.

Гебхард Д., 2012 г. «Прецедентное право в сфере корпоративного управления», «Обзор по корпоративному управлению», 1: 179–82

Гомперс П., Дж.Иши и А.Метрик, 2003 г. «Корпоративное управление и курсы акций», Ежеквартальный экономический журнал, 118: 107–56.

Хоммельхофф П. и Д.Маттеус, 2003 г. «Роль аудитора в корпоративном управлении», опубликовано в Руководстве по вопросам корпоративного управления под ред. Хоммельхоффа, Хопта и фон Вердера, с. 639–45.

Хопт К.Дж., 2009 г. «Сложности корпоративной реструктуризации: наблюдения с европейской и немецкой точек зрения», опубликовано в издании «Перспективы законодательства о компаниях и финансового регулирования» под ред. Тисона, Де Вульфа, Ван дер Эльста и Стиннота, издательство Кэмбриджского университета, с. 373–96. и в Руководстве по вопросам корпоративного управления для банков под ред. Г. Вольманнстеттера, 2011 г., Мюнхен, С.Х. Бек.

Кунц П.В., 2010 г. «Обзор корпоративного управления в Швейцарии», Рабочий доклад, материалы доступны на сайте www.iwr.unibe.ch/content/e7137/e7138/e8539/e8655/099-134KUNZ_ger.pdf.

Лорш Дж.В. и К.Симпсон, 2009 г. «Выплата вознаграждений руководителями компании «Ройял Датч Шелл»», Гарвардская школа бизнеса, пример № 409–126.

Латтер М., 2011 г. «Кодекс и право», опубликовано в юбилейном сборнике, посвященном 70-летию Клауса Хопта, под ред. Грундманна, Меркта и Хаара, 24 августа 2010 г., «Компании, рынки, ответственность», Выпуск 2, с. 1025.

МакНил И. и Л.Сяо, 2006. «Соблюдай или объясни: рыночная дисциплина и несоблюдение объединенного кодекса корпоративного управления», Международный обзор, 14: 486–96.

МакКахери Дж. и Е.П.М.Вермюлен, 2009 г. «Роль реформы корпоративного управления и обеспечение соблюдения установленных требований в Нидерландах», в издании «Перспективы законодательства о компаниях и финансового регулирования» под ред. Тисона, Де Вульфа, Ван дер Эльста и Стиннота, издательство Кэмбриджского университета.

Миллстайн И.М., С.Г.Н.Баджпай, Е.Берглоф и С.Классенс, 2005 г. «Обеспечение соблюдения и корпоративного управления: три точки зрения», Глобальный форум по вопросам корпоративного управления, Фокус 3.

Мод С. и А.Нариман, 2007 г. «Проблемы обеспечения соблюдения Кодекса корпоративного управления со стороны государства и частного сектора», Международный

журнал корпоративного и сравнительного законодательства, 6: 15–38.

Новак Е., Р.Ротт и Т.А.Мар, 2006. «(Не)уместность раскрытия информации о соблюдении кодексов корпоративного управления – примеры фондового рынка Германии», Исследование Финансового института Швейцарии № 11.

Пардо С. и Т.Валли, 2012 г. «Осуществление права на участие в голосовании компаниями по управлению активами в 2012 году», Исследование Французской ассоциации финансового менеджмента.

Пьетранкоста А., 2011. «Обеспечение соблюдения кодексов корпоративного управления: правовая перспектива», опубликовано в юбилейном сборнике, посвященном 70-летию Клауса Хопта, под ред. Грундманна, Меркта и Хаара, 24 августа 2010 г., «Компании, рынки, ответственность», с.1025.

Поулль Дж.Б., 2008 г. «Появление принципа «соблюдай или объясни» во французском праве», Ежеквартальный обзор финансового права 4: 41–7.

Пригг С., 2010 г. «Эмпирические оценки обоснованности исследования о взаимосвязи между корпоративным управлением и успехом в бизнесе», опубликовано в юбилейном сборнике, посвященном 70-летию Клауса Хопта, под ред. Грундманна, Меркта и Хаара, 24 августа 2010 г., «Компании, рынки, ответственность», с 1153–66

Шаукат А. И С.Пэдджетт, 2005 г. «Кодекс корпоративного управления Великобритании: взаимосвязь между соблюдением установленных требований и результатами деятельности компании», Доклад по финансовым вопросам №17, подготовленный Центром при Институте сертифицированных бухгалтеров по управленческому учёту (ICMA).

Томас Р., А.Р.Палмитер и Дж.Ф.Коттер, 2012 г. «Принцип «say on pay»: расширит ли он роль акционеров в вопросах корпоративного управления?», Обзор Корнелльского юридического университета 97: 1213–66.

Ангер С., 2006 г. «Отдельные особенности шведского корпоративного управления», Совет по вопросам корпоративного управления Швеции, материалы доступны на сайте www.corporategovernanceboard.se.

Ван дер Эльст С., 2010 г. «Влияние прав акционеров на поведение акционеров», Обзор финансового права и права рынка ценных бумаг 1: 50–62. 2011. «Пересмотр деятельности акционеров на годовом общем собрании: определяющие факторы голосования крупных и мелких акционеров», Рабочий доклад по финансовым вопросам № 311 Европейского института корпоративного управления. 2012 г. «Права акционеров и деятельность акционеров: роль общего собрания акционеров», Рабочий доклад по финансовым вопросам № 188/2012 Европейского института корпоративного управления, материалы доступны на сайте www.ssrn.com, и Е.П.М.Вермюлен, 2011 г. «Зеленая книга по вопросам корпоративного управления в Европе: имеют ли институциональные инвесторы значение?», Исследование Тиллбургской школы права № 014.

Фон Хаартман А., 2010 г. «Стокгольмская биржа контролирует применение кодекса, Годовой отчет Совета по вопросам корпоративного управления Швеции.

Фон Вердер А. и Т.Талоликар, 2009 г. «Отчет по Кодексу за 2009 г. по вопросам принятия рекомендаций и предложений Кодекса корпоративного управления», издание Der Betrieb 16: 853–1.

Фон Вердер А. и Дж.Бартц, 2012 г. «Отчет по вопросам корпоративного управления за 2012 год: кодекс поведения и режима содержания по мнению практики», издание Der Betrieb 16: 869–78.

Вайр С., Д.Лэйнг и П.Дж.Найт, 2001 г. «Эмпирический анализ влияния механизмов корпоративного управления на деятельность английских фирм», Рабочий доклад, доступен на сайте www.ssrn.com.

Винтер Дж., 2012а. «Финансовый кризис: имеет ли значения передовая практика корпоративного управления и как ее достичь?», опубликовано в издании «Пересмотр финансового регулирования и надзора во времена кризиса», под редакцией Ферранини, Хопта и Ваймиша, издательство Оксфордского института (ожидается). 2012 г. «Руководство и взаимодействие с акционерами, реальность и иллюзии с институциональной долевой собственностью», Ежеквартальный обзор финансового права 1: 4–11.

Вонг Т.Дж., 2005 г., «Выполняют ли внешние аудиторы функции корпоративного управления на динамично развивающихся рынках? Примеры из Восточной Азии», Журнал бухгалтерских исследований 43: 35–72.

Ваймиш Е., 2005 г. «Обеспечение исполнения кодексов корпоративного управления», Общий обзор законодательства о рынках 26: 113–38.

Вольманнстеттер Г., 2011 г. «Роль аудиторов в корпоративном управлении для банков» под ред. Г. Вольманнстеттера и Хопта, Руководство по вопросам корпоративного управления для банков, с. 503.

Циммерманн Дж., И. Гончаров и Дж.Р.Вернер, 2004 г. «Влияет ли соблюдение немецкого Кодекса корпоративного управления на оценку акций? Эмпирический анализ», Рабочий доклад Бременского университета.