



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА



КРУГЛЫЙ СТОЛ ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ ОЭСР-Россия

МАТЕРИАЛЫ ВСТРЕЧИ
22-23 ОКТЯБРЯ 2013 ГОДА
МАРРИОТТ ГРАНДЪ-ОТЕЛЬ, МОСКВА, РФ

Могут ли Кодексы корпоративного управления
быть эффективными в странах
с развивающейся экономикой?
— Примеры из Турции, Индии и Колумбии
Анастасия Коссов

Партнер



**Европейский банк
реконструкции и развития**

Спонсор



**МОГУТ ЛИ КОДЕКСЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ БЫТЬ
ЭФФЕКТИВНЫМИ В СТРАНАХ С РАЗВИВАЮЩЕЙСЯ ЭКОНОМИКОЙ?
– ПРИМЕРЫ ИЗ ТУРЦИИ, ИНДИИ И КОЛУМБИИ**

Анастасия Коссов¹

Октябрь 2013 года

Целью данного отчета является предоставление справочной информации участникам Круглого стола по корпоративному управлению ОЭСР-Россия, организованном в Москве 22-23 октября 2013 года. В данном отчете рассматриваются вопросы эффективности кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой. Для этих целей в отчете используется подход, связанный с изучением отдельных практических примеров, и проводится анализ развития кодексов корпоративного управления, принятых в трех странах с развивающейся экономикой: Турции, Индии и Колумбии. В отчете использована общая структура анализа и отражены факторы, которые предопределили успех или неудачу этих кодексов в рамках конкретных систем, в которых они были приняты. Информация, полученная в результате изучения трех практических примеров, использована для извлечения уроков из конкретных сложных задач и политических мер, связанных с применением кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой.

¹ Анастасия Коссов является Политическим Аналитиком Департамента по корпоративным вопросам Организации экономического сотрудничества и развития. Данный отчет был подготовлен автором как частным лицом и может не отражать мнение ОЭСР, Московской Биржи или Круглого стола по корпоративному управлению ОЭСР-Россия. Автор выражает благодарность Гектору Леуэде, Питеру Глаузе и Акире Нозаки за предоставленные ими комментарии к проектам отчета.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	5
I. ОСНОВА ДЛЯ АНАЛИЗА.....	7
1. Обзор: эффективные кодексы корпоративного управления.....	7
2. Ключевые факторы.....	8
2.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления.....	9
2.2. Роль фондовых бирж.....	10
2.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения.....	10
2.4. Роль инвесторов.....	10
2.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях.....	11
2.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций.....	12
2.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов.....	12
II. ТУРЦИЯ: ПРИНЦИПЫ СОВЕТА ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ (СМВ).....	13
1. Основные этапы развития.....	13
2. Структура корпоративного управления.....	15
3. Эффективность Кодекса корпоративного управления.....	16
4. Анализ ключевых факторов.....	19
4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Совета по рынку ценных бумаг Турции (СМВ).....	19
4.2. Роль Стамбульской фондовой биржи.....	21
4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения.....	22
4.4. Роль инвесторов.....	23
4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях.....	24
4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций.....	25
4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов.....	26
III. ИНДИЯ: ПУНКТ 49.....	27
1. Основные этапы развития.....	27
2. Структура корпоративного управления.....	29
3. Эффективность Кодекса корпоративного управления.....	31
4. Анализ ключевых факторов.....	33
4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Совета Индии по рынку ценных бумаг и фондовым биржам (SEBI).....	33
4.2. Роль фондовых бирж: Национальной фондовой биржи (NSE) и Бомбейской фондовой биржи (BSE).....	36
4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения.....	38
4.4. Роль инвесторов.....	39
4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях.....	41
4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций.....	42
4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов.....	42
IV. КОЛУМБИЯ: НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОДЕКС (CÓDIGO PAÍS).....	44
1. Основные этапы развития.....	44
2. Структура корпоративного управления.....	46
3. Эффективность Кодекса корпоративного управления.....	48
4. Анализ ключевых факторов.....	51

4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Финансового управления (Суперфинансьера).....	51
4.2. Роль Колумбийской фондовой биржи (BVC).....	52
4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения.....	54
4.4. Роль инвесторов.....	55
4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях.....	56
4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций.....	58
4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов.....	59
V. УРОКИ И ВЫВОДЫ.....	60
ПРИЛОЖЕНИЕ 1: ОРГАНЫ СТРАН-ЧЛЕНОВ ОЭСР, ОТВЕЧАЮЩИЕ ЗА КОДЕКСЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	63
ПРИЛОЖЕНИЕ 2: КОЛУМБИЙСКИЙ КОДЕКС (ПРИМЕРНЫЙ КРАТКИЙ ПЕРЕВОД)	64
БИБЛИОГРАФИЯ.....	66

Таблицы

Таблица 1. Доля акций, находящихся в свободном обращении в Турции.....	23
Таблица 2. Доли акций, находящихся в свободном обращении в Турции, по типу компании по состоянию на конец 2012 года.....	24
Таблица 3. Количество публичных компаний в Индии (2008-2012 гг.).....	34
Таблица 4. Колумбия: ведущие 10 компаний по уровню соблюдения Национального кодекса 50	
Таблица 5. Региональные результаты относительного интереса в ‘gobierno corporativo’ (корпоративном управлении).....	54
Таблица 6. Три ведущие компании по уровню соблюдения Национального кодекса и объем их акций, находящихся в свободном обращении.....	57

Рисунки

Рис. 1. Ключевые движущие силы, которые были проанализированы на практических примерах 9	
Рис. 2. Доходы и расходы Совета по рынку ценных бумаг Турции	20
Рис. 3. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Турции и всех странах-членах ОЭСР.....	21
Рис. 4. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Индии и странах-членах ОЭСР	36
Рис. 5. Индия: количество поисковых запросов в Интернете по словам ‘корпоративное управление’ в динамике по времени.....	39
Рис. 6. Структура собственности индийских публичных компаний	39
Рис. 7. Индия: изменение цены акций ‘ЙЕС Банка’ (YES Bank) и ‘Банка Нифти’ (Bank Nifty) .41	
Рис. 8. Соблюдение положений Национального кодекса (2007-2011 гг.).....	49
Рис. 9. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Колумбии и странах-членах ОЭСР	53

Врезки

Врезка 1. Принципы Совета 2003 года (в ред. от 2005 года).....	14
Врезка 2. Структура корпоративного управления в Турции после 2012 года	17
Врезка 3. Выдержка из отчета о проверке компании Bancolombia («Банколомбия») о соблюдении Национального кодекса.....	48

ВВЕДЕНИЕ

1. Под кодексами корпоративного управления обычно понимается набор не имеющих обязательной силы принципов, стандартов или лучших практик, нацеленных на усовершенствование практики управления в корпорациях в правовом и коммерческом смысле в рамках отдельной страны². В этом качестве кодексы корпоративного управления призваны дополнять нормы «жесткого права», содержащиеся в законодательстве, мерами «мягкого права», которые либо носят исключительно добровольный характер, либо, как это действует в отношении большинства кодексов, используют подход «соблюдай или объясняй». Механизм «соблюдай или объясняй» был впервые введен в Отчете Кэдбери (Cadbury Report, 1992 год) в Великобритании и предусматривает, что если компания принимает решение отклониться от норм поведения, которые предписаны кодексом, она должна сообщить, какие части кодекса она не будет соблюдать, и объяснить причины такого несоблюдения. В отличие от законов и подзаконных актов кодексы не содержат требования о соблюдении предусмотренных в них положений, но при этом обязанность компании отчитываться о применении кодекса может быть закреплена в законодательстве или правилах листинга.

2. В то время как кодексы корпоративного управления лежат в основе структуры корпоративного управления во всех европейских странах (Ваимерш, 2013 год), в течение последнего десятилетия можно все чаще наблюдать за принятием таких кодексов в странах с развивающейся экономикой в целях стимулирования реформ в сфере корпоративного управления. В большинстве юрисдикций данные кодексы касаются вопросов повышения стандартов корпоративного управления выше уровня законодательных требований, однако кодексы различаются по целям, сфере регулирования и механизмам, стимулирующим компаниями соблюдение их положений.

3. Эффективность кодексов корпоративного управления в значительной степени зависит от их фактического применения. Учитывая, что кодексы корпоративного управления по своей природе являются необязательными с юридической точки зрения документами, их несоблюдение или отсутствие обеспечения их исполнения делает эти кодексы бесполезными. Согласно Принципам корпоративного управления ОЭСР:

«Там, где кодексы и принципы используются в качестве общенационального стандарта, либо вместо правовых или нормативных положений, для обеспечения доверия к рынку необходимо, чтобы их статус, с точки зрения сферы применения, реализации, соблюдения норм и санкций, был четко определен» (Принцип I. Б. и Аннотации к нему).

4. В отчете проанализированы направления развития кодексов корпоративного управления, принятых в трех странах с развивающейся экономикой: Турции, Индии и Колумбии. Целью отчета

² См., например: Кодексы корпоративного управления в мире (Агийлера и др., 2004 г.); Разработка кодексов корпоративного управления с учетом надлежащей практики (Международная финансовая корпорация, 2005 г.); Кодексы корпоративного управления и их применение (Ваимерш, 2006 г.).

является отражение тех факторов, которые предопределили успех или неудачу этих кодексов в рамках конкретных систем, в которых они были приняты. Данные примеры показывают, что эффективность кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой не может быть обеспечена за счет простого переноса моделей кодексов развитых стран. Поэтому в отчете сделана попытка извлечь уроки из конкретных сложных задач и политических мер, принятых в этих государствах для применения указанных кодексов.

5. Отчет состоит из пяти разделов. В Разделе I представлена аналитическая основа, которая использовалась при рассмотрении трех практических примеров. В Разделах II, III и IV соответственно приведен анализ примеров по Турции, Индии и Колумбии. В Разделе V обобщены некоторые извлеченные уроки и сделаны выводы.

I. ОСНОВА ДЛЯ АНАЛИЗА

1. Обзор: эффективные кодексы корпоративного управления

6. Принципы ОЭСР (2004 год) предусматривают, что корпоративное управление «представляет собой систему взаимоотношений между руководством компании, ее советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами», а также «является основой для определения целей компании, а также определения средств достижения этих целей и путей контроля за деятельностью».

7. Структура корпоративного управления состоит, в основном, из законов и подзаконных актов, но также, как это указано в Принципах, она включает в себя

«элементы механизмов саморегулирования, добровольные обязательства и практику ведения бизнеса, являющиеся результатом конкретных обстоятельств, сложившихся в той или иной стране, ее истории и традиций. Поэтому предпочтительное сочетание законодательства, регулирования, саморегулирования, добровольных норм и т.д. в этой области будет индивидуальным для каждой страны. По мере накопления нового опыта и изменения условий осуществления хозяйственной деятельности может потребоваться корректировка содержания и структуры этой системы».

8. Со своей стороны, кодексы корпоративного управления обычно нацелены на усовершенствование национальных систем, стандартов и практик корпоративного управления. Они также предназначены для создания, поддержания или восстановления доверия инвесторов к национальным рынкам (Международная финансовая корпорация, 2005 год). В основе кодексов корпоративного управления, в частности, где используется подход «соблюдай или объясняй», лежит принцип гибкости. Компании могут адаптировать свою практику корпоративного управления в зависимости от своих конкретных ситуаций, учитывая размер компании, структуру владения и иные особенности. Более того, кодексы, будучи гибкими инструментами, опираются на рыночные механизмы и нескольких участников рынка³ в вопросах их разработки, применения, обеспечения их исполнения и дальнейшего развития.

9. Как отмечал Ваимерш (2013 год), природа и цели кодексов корпоративного управления предопределены общей системой, частью которой они являются. По этой причине при проведении анализа практических примеров Турции, Индии и Колумбии в первую очередь кодексы помещаются в соответствующую экономико-правовую среду, в которой эти кодексы были разработаны, и в рамках которой они функционируют⁴. Далее в процессе проведения анализа практических примеров дается примерная оценка эффективности⁵ данных кодексов в сопоставлении с их целями, принимая во внимание конкретные сложности, характерные для трех юрисдикций.

³ См. Раздел I.2.

⁴ См. Разделы II.1-2, III.1-2, IV 1-2.

⁵ См. Разделы II.3, III.3, IV.3.

10. Для целей настоящего отчета под эффективным кодексом понимается кодекс, который не остается незамеченным, становится надежным инструментом корпоративного управления, который активно используется участниками рынка, и достигает целей, которые он был призван достичь. Данные цели могут включать в себя повышение уровня осведомленности по вопросам корпоративного управления, создание культуры корпоративного управления, создание гибкого инструмента в целях стимулирования развития надлежащей практики и, наконец, реальное повышение уровня стандартов и практик корпоративного управления в соответствующей стране. Индикаторами успеха или неудач кодекса могут, в частности, быть ответы на следующие вопросы:

- Приняли ли эмитенты Кодекс, предоставляют ли они информацию о соблюдении ими положений Кодекса?
- Заинтересованы ли инвесторы в том факте, что компании соблюдают положения Кодекса?
- Является ли раскрываемая информация (например, в годовых отчетах) относительно соблюдения положений Кодекса (или объяснений в отношении их несоблюдения в случаях с кодексами, основанными на принципе «соблюдай или объясняй») надлежащей с точки зрения ее полноты и глубины?
- Способствовал (или способствует) ли Кодекс увеличению надлежащих практик корпоративного управления (например, выросшее число независимых директоров, улучшение прав акционеров и способов защиты миноритарных акционеров, создание комитетов по аудиту, ориентированность на эффективность совета директоров и другие вопросы)?
- Проводится ли регулярное обновление Кодекса в целях обеспечения постоянного соответствия экономическим и корпоративным реалиям?

11. Кодексы корпоративного управления действительно являются творением рынка (Нестор, 2008 год), поэтому их эффективность находится под влиянием ряда факторов, которые относятся к рынкам, на которых они действуют. В связи с этим после проведения общей оценки эффективности кодексов корпоративного управления в Турции, Индии и Колумбии в данном отчете делается более глубокий анализ⁶ основополагающих ролей и действий различных участников рынка, чтобы оценить их соответствующее влияние на эффективность кодексов корпоративного управления Турции, Индии и Колумбии.

2. Ключевые факторы

12. В нескольких исследованиях и отчетах⁷ подчеркивалось, что различные участники рынка и (взаимо-)отношения между ними оказывают существенное влияние на успех или неудачу кодексов корпоративного управления. В частности, представляется, что роли следующих участников рынка заслуживают особого внимания и поэтому должны быть подробно проанализированы в этом отчете: 1) органы, отвечающие за кодексы корпоративного управления (т.е. регуляторные органы в трех различных ситуациях); 2) фондовые биржи; 3) средства массовой информации и общественное мнение; 4) инвесторы; 5) внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях (в свете их соответствующих структур владения), и, наконец, 6) иные участники, включая ассоциации, частных консультантов и иные организации (Рисунок 1). В следующих подразделах (2.1-2.7) кратко описывается, почему роль каждого из этих различных участников рынка является важной.

⁶ Разделы II.4, III.4, IV.4.

⁷ См., например, Исследование ЕС по практике мониторинга и обеспечения исполнения в сфере корпоративного управления в государствах-членах ЕС (2009 год); Руководство 2 Международной финансовой корпорации: Разработка кодексов наилучшей практики корпоративного управления (2005), и Корпоративное управление: обзор стран-членов ОЭСР (2003 год).

Рис. 1. Взаимосвязь ключевых движущих сил, которые были проанализированы на практических примерах (иллюстративно)



Источник: ОЭСР

2.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления

13. После того, как кодекс корпоративного управления принят, его успех в значительной степени зависит от роли и усилий органа, который ответственен за этот кодекс (Международная финансовая корпорация, 2005 год). Данный орган не только руководит процессом разработки кодекса, но также отвечает за повышение осведомленности в отношении кодекса и берет на себя руководство по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения кодекса.

14. Органом, который отвечает за кодекс, может быть регулятор (в большинстве случаев это регулятор рынка ценных бумаг, поскольку кодексы корпоративного управления в основном предназначены для публичных компаний), саморегулируемая организация, специальное агентство как, например, Совет Великобритании по финансовой отчетности, или биржа. В Приложении 1 содержится обзор органов, отвечающих за кодексы корпоративного управления в странах-членах ОЭСР.

15. Согласно Вонгу (2008 год), на регулятора должна быть возложена основная роль по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся рыночной экономикой, поскольку в этих странах часто отсутствует тщательно продуманная база для институциональных инвесторов. Поэтому такое осуществление мониторинга регулятором может дать эмитентам стимул к раскрытию информации и обеспечить гласность. Собранная информация может также помочь регулятору выявить необходимость дальнейшего развития регулирования (ЕС, 2009 год). В дополнение к этому регуляторы могут обеспечить применение необходимых санкций в целях стимулирования соблюдения положений кодекса.

16. Анализ данного фактора в Индии, Турции и Колумбии показывает, как и насколько Совет Индии по рынку ценных бумаг и фондовым биржам, Совет по рынку ценных бумаг Турции и Финансовое управление Колумбии способствуют повышению эффективности кодексов корпоративного управления.

2.2. Роль фондовых бирж

17. Как уже неоднократно обсуждалось в литературе о корпоративном управлении, фондовые биржи могут выступать в качестве важной движущей силы, повышающей эффективность кодексов корпоративного управления (Кристиансен и Колдерцова, 2009 год). Исторически в различных государствах фондовые биржи принимали участие в разработке кодексов корпоративного управления наряду с регуляторами и различными ассоциациями. Объем и характер деятельности биржи по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения положений кодекса зависит от взаимосвязи между Кодексом и требованиями листинга. Также фондовые биржи могут занимать важное место в повышении уровня осведомленности о Кодексах корпоративного управления и руководить образовательными проектами⁸.

18. В рамках изучения практических примеров в данном отчете проанализированы вопросы участия фондовых бирж в разработке кодексов корпоративного управления, сфера осуществляемого мониторинга, санкции (включая предупреждения и делистинг), которые могут применять фондовые биржи, наличие (или отсутствие) премиальных сегментов, а также влияние предпринимаемых биржами мер по повышению осведомленности.

2.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения

19. Средства массовой информации, в частности финансовые и деловые издания, могут являться средствами мониторинга в отношении кодексов корпоративного управления в масштабах всего рынка (ЕС, 2009 год). Теоретически средства массовой информации могут предоставлять информацию (инвесторам и общественности в целом) о том, насколько хорошо или плохо осуществляется управление в отдельной компании, отклоняется ли она от наилучшей практики корпоративного управления (как это закреплено в Кодексе), а также соответствует ли раскрываемая информация наблюдаемому поведению компании, совета директоров и акционеров. В сфере обеспечения исполнения положений кодексов средства массовой информации могут применять репутационные санкции.

20. На практике роль средств массовой информации не представляется наиболее важным фактором, обеспечивающим эффективность кодексов корпоративного управления, но эту роль следует проанализировать, чтобы лучше понимать участие СМИ в случаях с индийским, турецким и колумбийским кодексами.

2.4. Роль инвесторов

21. Инвесторы играют ключевую роль в применении, осуществлении мониторинга и обеспечении исполнения кодексов корпоративного управления. В частности, если принят подход «соблюдай или объясняй», то он может быть эффективен, если инвесторы осуществляют мониторинг и обеспечивают соблюдение Кодекса (Совет по финансовой отчетности, 2012 год). В этом отношении институциональные инвесторы представляют собой важную категорию лиц, поскольку они могут эффективно осуществлять реализацию надлежащей практики в корпоративном управлении (ОЭСР, 2011 год). Однако их влияние ограничено в государствах с концентрированной собственностью, которая является характерной особенностью стран с

⁸ Например, в 2008 году Варшавская фондовая биржа сформировала группу партнеров в сфере образования по всей стране в целях совместной организации обучающих сессий и иных образовательных проектов для повышения уровня осведомленности в надлежащей практике корпоративного управления и соблюдения Кодекса надлежащей практики среди публичных компаний, акции которых прошли процедуру листинга на Варшавской фондовой бирже.

развивающейся экономикой. Это подтверждается низким уровнем участия акционеров в общих собраниях, низким количеством голосов «против» и излишним доверием к поверенным консультантам (Ван дер Эльст, 2010 год). Тем не менее, в некоторых странах с концентрированной собственностью были разработаны структуры, в которых пенсионные фонды могут оказывать положительное влияние на практику корпоративного управления (ОЭСР, 2011 год).

22. Что касается обеспечения исполнения кодексов, то инвесторы могут взаимодействовать с компанией, задавать вопросы и требовать раскрытия информации. Если компания не выполняет просьбы инвесторов, то они могут обеспечить исполнения посредством реализации своих прав на участие в голосовании или через подачу судебного иска в рамках гражданского судопроизводства. И, несомненно, инвесторы также могут просто продать принадлежащие им акции компании.

23. В рамках изучения практических примеров проводится анализ роли инвесторов, которую они играют в применении, осуществлении мониторинга и обеспечении исполнения кодексов корпоративного управления в трех странах с развивающейся экономикой, для которых характерна высокая степень концентрации собственности.

2.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях

24. В данном отчете термин «внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях» в качестве движущей силы означает, что проведено исследование эмитентов и факторов (находящихся за пределами возможной угрозы принудительного исполнения), которые стимулировали компании в Турции, Индии и Колумбии к принятию кодекса корпоративного управления или, наоборот, создавали им препятствия. Структура владения, а также особенности культуры оказывают существенное влияние на степень соблюдения положений кодекса (Международная финансовая корпорация, 2008 год). Компании играют центральную роль в успехе или провале кодекса корпоративного управления. Чтобы заставить компании использовать Кодекс по максимуму и соблюдать его положения по существу, необходимо, чтобы ожидаемый полезный эффект от соблюдения положений кодекса перевешивал бы соответствующие затраты.

25. В отношении затрат следует отметить, что отдельные положения могут противоречить сложившимся интересам и устоявшимся практикам и/или требовать обременительных и трудоёмких усилий со стороны советов директоров и исполнительных органов (ЕС, 2009 год). Ярким примером является рекомендация по увеличению количества независимых директоров в тех странах, где контролирующие акционеры, разумеется, не поддерживают идею создания независимых советов директоров, или где сложно найти компетентных независимых директоров (Вонг, 2008 год).

26. В отношении преимуществ можно сказать, что упрощение доступа к капиталу может стать важным стимулом для компаний, особенно если они между собой конкурируют за получение капитала (Международная финансовая корпорация, 2005 год). Также соблюдение кодексов корпоративного управления может привести к усовершенствованию управления и повышению доходности (Гончаров, 2006 год). Однако эмпирические исследования во многом остаются противоречивыми. Поэтому нет убедительных доказательств, подтверждающих прямую связь между реализацией лучшей практики корпоративного управления и более высоким уровнем доходности. Наконец, при проведении внутреннего анализа затрат и преимуществ также необходимо принимать во внимание вопросы имиджа и репутации компании. Давление со стороны членов своего круга может привести к гонке на первенство по соблюдению кодексов. Обычно крупные компании могут выступать в качестве катализатора, когда они публично принимают кодекс и становятся примером для подражания в вопросах соблюдения установленных требований (ОЭСР, 2006 год).

2.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций

27. Помимо участников рынка, которые были описаны выше, иные игроки, например, ассоциации корпоративного управления, бизнес ассоциации, консалтинговые фирмы, исследовательские институты и международные организации могут оказывать влияние на эффективность кодексов корпоративного управления. Эти участники рынка могут дать первоначальный импульс для разработки кодекса корпоративного управления, его публичного утверждения и продвижения среди компаний. В практических примерах описаны различные роли этих участников, результаты их деятельности и их влияние, которое они оказывали в Турции, Индии и Колумбии.

2.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов

28. В заключение в отчете резюмируются по каждой из трех стран основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов. В отчете эти факторы рассматриваются в широком контексте, а также подчеркивается их соответствующая важность в Турции, Индии и Колумбии. Безусловно, вышеуказанные ключевые факторы оказывают разное влияние в трех странах. Поэтому, несмотря на некоторые общие характеристики, например, структуры владения с концентрированной собственностью и недавние (или продолжающиеся) изменения в правовой структуре, кодексы корпоративного управления в этих трех странах не были в одинаковой степени успешны.

II. ТУРЦИЯ: ПРИНЦИПЫ СОВЕТА ПО РЫНКУ ЦЕННЫХ БУМАГ (СМВ)

1. Основные этапы развития

29. После десятилетий макроэкономической нестабильности и банковского кризиса, произошедшего в 2000 году, Турция начала проводить амбициозные реформы, направленные на создание устойчивой правовой структуры и развитие финансовых рынков Турции. В данном контексте Совет по рынку ценных бумаг Турции (СМВ) инициировал и возглавил процесс по усовершенствованию корпоративного управления в публичных компаниях (ОЭСР, 2006 год). Начиная с 2001 года, Совет по рынку ценных бумаг Турции предпринял меры по изданию Кодекса корпоративного управления для турецкого рынка. Первым шагом было создание Рабочей группы по вопросам корпоративного управления, состоящей из видных экспертов Совета по рынку ценных бумаг Турции, частного сектора, Стамбульской фондовой биржи (ISE), Ассоциации турецких промышленников и предпринимателей (TÜSIAD), а также выдающихся экспертов, например, из Университета Сабанчи.

30. В качестве ориентира Рабочая группа использовала Принципы корпоративного управления ОЭСР. Хотя правила, кодексы и практика корпоративного управления стран-членов ОЭСР были досконально изучены, особенности турецкой предпринимательской среды и потребностей турецкого фондового рынка занимали центральное место в процессе разработки Кодекса корпоративного управления. Также были проведены обширные общественные слушания (Совет по рынку ценных бумаг Турции, 2003 год).

31. Получившийся в результате Кодекс, «Принципы корпоративного управления Совета по рынку ценных бумаг Турции» (далее «Принципы Совета»), был впервые принят в 2003 году и обновлен в 2005 году, чтобы учесть изменения, которые были внесены в Принципы ОЭСР в 2004 году. Был принят подход «соблюдай или объясняй», подкрепленный обязательным для всех публичных компаний требованием о включении отчета о соблюдении Кодекса в свои годовые отчеты с 2004 года.

32. Принципы Совета содержат 100 рекомендаций, сгруппированных по четырем основным разделам: i) Акционеры; ii) Раскрытие и прозрачность информации; iii) Заинтересованные лица, и iv) Совет директоров (Врезка 1). Некоторые рекомендации, помеченные как «добровольные», не попадали под действие принципа «соблюдай или объясняй».

33. Совет по рынку ценных бумаг Турции объявил, что Принципы Совета являлись частью поэтапного процесса. Целью являлось создание для Турции «лучшего из возможных» Кодекса корпоративного управления, повышение уровня осведомленности в отношении вопросов корпоративного управления, усовершенствование текущей практики и «предоставление руководства для разработки регулирования в будущем» (Совет по рынку ценных бумаг Турции, 2003 год). Было решено, что подход «соблюдай или объясняй» подойдет для этих целей. Более того, эксперты Рабочей группы, работавшие над Принципами Совета и опрошенные в процессе подготовки данного отчета, подчеркнули, что представители частного сектора решительно выступали против императивного подхода, который был введен еще в 2003 году. Поэтому это лобби также выступало в поддержку механизма «соблюдай или объясняй».

34. Включение в Годовые отчеты отчета о соблюдении требований в сфере корпоративного управления быстро стало регулярной формальностью для публичных компаний. Однако изначальное ожидание, что институциональные инвесторы будут использовать эти отчеты, чтобы заставить компании соблюдать Принципы Совета, не материализовались.

Врезка 1. Принципы Совета 2003 года (в ред. от 2005 года)

Принципы Совета

Шестидесятистраничный документ содержит подробную вводную часть, а также образовательный элемент за счет детального описания отдельных положений и представления объяснений. Он касается следующих разделов и положений:

Акционеры

- Способствование осуществлению установленных законом прав акционеров
- Право акционеров на получение и оценку информации
- Право на участие в общем собрании акционеров
- Право на участие в голосовании (включает в себя положения о трансграничном голосовании)
- Права миноритарных акционеров
- Право на получение дивидендов
- Передача акций
- Равное отношение к акционерам

Публичное раскрытие и прозрачность информации

- Принципы и способы публичного раскрытия информации
- Публичное раскрытие информации о взаимоотношениях между компанией и ее акционерами, советом директоров и исполнительными органами
- Публичное раскрытие периодической финансовой отчетности и отчетов
- Функции внешнего аудитора
- Концепция коммерческой тайны и инсайдерской информации
- Существенные факты и изменения, информация о которых должна быть раскрыта публично

Заинтересованные лица

- Политика компании в отношении заинтересованных лиц
- Участие заинтересованных лиц в управлении компанией
- Защита активов компании
- Политика компании в отношении кадровых ресурсов
- Отношения с клиентами и поставщиками
- Правила этики
- Социальная ответственность

Совет директоров

- Основные функции Совета директоров
- Принципы деятельности, обязанности и обязательства Совета директоров
- Формирование Совета директоров и избрание его членов
- Выплата вознаграждения членам Совета директоров
- Количество, структура и независимость комитетов, созданных Советом директоров
- Положения, касающиеся исполнительных органов

Источник: Принципы Совета, 2005 год

35. В целях продвижения применения Принципов Совета Стамбульская фондовая биржа в августе 2007 года запустила Индекс корпоративного управления. Компании, заявившие о своей заинтересованности в присоединении к новому фондовому индексу, должны были пройти через

рейтинг независимого агентства, уполномоченного Советом по рынку ценных бумаг Турции, на предмет соблюдения Принципов Совета. Компании, получившие оценку больше 7/10, получали право на включение в фондовый индекс и на скидку в размере 50% на тарифы листинга на два года. В конечном итоге индекс не оказал ожидаемого влияния, поскольку он не превратился в инструмент, который использовался бы инвесторами при принятии решений, и лишь несколько эмитентов проявили интерес к этому индексу (Сенгур, 2011 год).

36. В 2011 году Совет по рынку ценных бумаг Турции пересмотрел свой подход к корпоративному управлению с намерением усилить надлежащую практику в публичных компаниях. Было принято решение сделать большинство рекомендаций Принципов Совета обязательными и отказаться от принципа «соблюдай или объясняй», зафиксированного в кодексе. После «прощупывания почвы» в отношении использования «мягкого права» Совет по рынку ценных бумаг Турции получил возможность двигаться вперед к императивному подходу, как и планировалось изначально.

37. Коммюнике Совета по рынку ценных бумаг Турции IV-54 было принято в октябре 2011 года и предписывало 30 крупнейшим компаниям, прошедшим процедуру листинга на Стамбульской фондовой бирже, соблюдать все положения Принципов Совета, за исключением тех, которые были помечены как «добровольные». Лишь 80 дней спустя Совет по рынку ценных бумаг Турции заменил Коммюнике IV-54, внося изменения и выпустив Коммюнике IV-56, в котором была расширена сфера его действия и предусмотрено обязательство для всех компаний⁹, прошедших процедуру листинга на Стамбульской фондовой бирже, соблюдать все обязательные положения¹⁰. В Коммюнике IV-56 также указывались сроки и переходный период для компаний по выполнению требований и, при необходимости, внесению изменений в свои уставы. Компаниям было отведено около шести месяцев для выполнения установленных требований (до конца июня 2012 года).

2. Структура корпоративного управления

38. Турция является государством с гражданско-правовой системой. Поэтому структура корпоративного управления основана на кодифицированном законодательстве и системе, обеспечивающей его исполнение. Основные источники общих обязательных правил корпоративного управления содержатся в Коммерческом кодексе Турции¹¹ (ККТ), а также Законе о рынке ценных бумаг и принятых в исполнение этого Закона подзаконных актов, т.е. Коммюнике Совета по рынку ценных бумаг Турции. Совет по рынку ценных бумаг Турции играет основополагающую роль в установлении стандартов корпоративного управления для публичных компаний.

39. До того, как Принципы Совета стали обязательными в отношении ряда вопросов, Коммерческий кодекс Турции от 1956 года регулировал ограниченный спектр вопросов в сфере корпоративного управления, включая права миноритарных акционеров, общие собрания акционеров и обязанности директоров. Совет по рынку ценных бумаг Турции и его нормативные акты (Коммюнике и решения Правления Совета) регулировали деятельность и институты, относящиеся к рынку ценных бумаг. В связи с этим Принципы Совета были призваны «устранить

⁹ Исключая компании, находящиеся в списке ценных бумаг, за которыми ведётся наблюдение, и компании из стран с развивающейся экономикой

¹⁰ См. Врезку 2

¹¹ Администрирование осуществляется Министерством таможни и торговли

пробелы в законодательстве и подать сигнал будущему законодательству» (Совет по рынку ценных бумаг Турции, 2005 год). В 2012 году Парламент Турции принял новый Коммерческий кодекс и новый Закон о рынке ценных бумаг. Коммюнике IV-56, в котором была кодифицирована часть Принципов Совета, стало частью этой новой структуры¹² (Врезка 2, стр. 13).

3. Эффективность Кодекса корпоративного управления

40. Заявленной целью Принципов Совета являлось создание для Турции лучшего из возможных Кодекса корпоративного управления, устранение пробелов в законодательстве и прощупывание почвы для постепенно развивающихся новых нормативных актов. По той же причине цель заключалась в повышении уровня осведомленности и создании с нуля культуры корпоративного управления, опираясь на подход «соблюдай или объясняй».

41. Принципы Совета успешно отвечали этим целям, и их финальная кодификация стала частью постепенного процесса, нежели признаком неудачи. В целом, подавляющее большинство рекомендаций, содержащихся в кодексе, превратилось в обязательные положения с сохранением структуры текста. Весь процесс занял около восьми лет. В течение этого времени Совет по рынку ценных бумаг Турции принимал активное участие в мониторинге практики корпоративного управления и поддерживал непрерывный диалог с эмитентами, чтобы в конечном итоге обеспечить принятие значимого документа.

42. В 2006 году ОЭСР пришла к выводу, что Принципы Совета являлись важным инструментом и позволили повысить уровень осведомленности и заинтересованности в принятии наилучшей практики корпоративного управления. Это нашло отражение в росте числа эмитентов, которые публично принимали и продвигали наилучшую практику, существенно усовершенствовали систему раскрытия документов по корпоративному управлению, а также их взаимодействие, в частности, с Советом по рынку ценных бумаг Турции, инициативами Ассоциации турецких промышленников и предпринимателей (TÜSIAD) и Ассоциации Турции по вопросам корпоративного управления (COGAT) (ОЭСР, 2006 год). Участники рынка, которые были опрошены в рамках изучения данного практического примера, подтвердили, что текущее состояние корпоративного управления в Турции приобрело явные очертания с принятием Принципов Совета.

¹² Хотя содержание новой структуры представлено, данный анализ практического примера сфокусирован на эффективности предыдущей структуры («соблюдай или объясняй») Принципов Совета и структуры, существовавшей до 2012 года, поскольку новые реформы были проведены совсем недавно, чтобы давать оценку их влияния.

Врезка 2. Структура корпоративного управления в Турции после 2012 года

Коммюнике IV-56

Коммюнике IV-56 представляет собой документ из 25 страниц, в Приложении к которому содержатся измененные обязательные и необязательные Принципы Совета. Существует около 100 положений и 4 разделов, которые по-прежнему идентичны тем, которые существовали в тексте 2005 года. В основном тексте Коммюнике IV-56 представлена классификация компаний, прошедших процедуру листинга на Стамбульской фондовой бирже, в соответствии с которой компании разделены на три категории в зависимости от их рыночной стоимости и доли акций, находящихся в свободном обращении, а также присвоены различные степени требований в отношении количества положений, которые эти компании должны соблюдать.

	Категория I	Категория II	Категория III
Рыночная стоимость	>3 млрд турецких лир	>1 млрд турецких лир	Иное
Объем акций, находящихся в свободном обращении	>750 млн турецких лир	>750 млн турецких лир	
Количество компаний (по состоянию на 2013 год)	24	24	343
Минимальная доля или количество независимых директоров в совете директоров	1/3		2 директора
Подтверждение Советом перечня независимых директоров	Обязательно	Нет	
Создание комитетов Совета директоров по аудиту, назначениям, вознаграждениям, корпоративному управлению, управлению рисками	Обязательно		
Одобрение крупных сделок и всех сделок со связанными лицами большинством независимых директоров или общим собранием акционеров	Обязательно		

Новый Коммерческий кодекс Турции (июль 2012 года)

- Расширенный фокус на вопросах корпоративного управления с помощью: 1) специальных требований (о раскрытии информации) для групп компаний; 2) права принудительного выкупа акций, когда им принадлежит не менее 90% капитала; 3) допускаемого представительства акционеров на общих собраниях акционеров; 4) обязательного создания систем электронного голосования и проведения общих собраний акционеров в режиме онлайн (e-GEM) и 5) распространения требования об обязательном проведении независимой аудиторской проверки на общества с ограниченной ответственностью

- Новый Коммерческий кодекс Турции прямо предусматривает, что Совет по рынку ценных бумаг Турции уполномочен устанавливать правила корпоративного управления, подготавливать и опубликовывать заявления и рейтинги корпоративного управления для публичных компаний, предоставляя Совету по рынку ценных бумаг необходимые полномочия и, в частности, предотвращая случаи регуляторных конфликтов.

Новый Коммерческий кодекс Турции и новый Закон о рынке ценных бумаг (декабрь 2012 года)

- Наиболее существенные изменения касаются следующих вопросов: 1) управление и полномочия Совета по рынку ценных бумаг; 2) преобразование фондовой биржи в акционерное общество; 3) усиление роли независимых директоров; 4) сделки со связанными лицами; 5) существенные сделки; и 6) обязательное предложение о выкупе акций при получении контроля над компанией.

Источник: законодательство Турции, исследования и аналитические данные ОЭСР

43. Однако официальные данные Совета по рынку ценных бумаг в отношении соблюдения Принципов Совета показывают смешанные результаты (Совет по рынку ценных бумаг Турции, 2007 год). До 2007 года (последний год, по которому есть данные) наблюдался постоянный рост уровня осведомленности и соблюдения обязательных требований по раскрытию информации в заявлениях на основании принципа «соблюдай или объясняй». Некоторые рекомендации были реализованы на достаточно хорошем уровне. Например, механизмы управления рисками и внутреннего контроля были созданы в соответствии с Принципами в 77% компаний, 80% публичных компаний раскрыло информацию о процессе назначения директоров и 89% компаний создали на своих веб-сайтах разделы, посвященные взаимоотношениям с инвесторами. Однако, возможно, поскольку в Принципах Совета не были установлены четкие приоритеты (Арарат, 2011 год), уровень соблюдения положений, например, касающихся достаточного количества независимых директоров, достиг лишь 18%, и только несколько компаний раскрыли информацию о бенефициарных собственниках. Структуры концентрированного, пирамидального владения представляют собой существенную проблему для надлежащего функционирования советов директоров в Турции, и большинство из них находится в жесткой зависимости от акционеров, владеющих блокирующими пакетами акций.

44. Хотя инвесторы и приветствовали Принципы Совета (Институт международных финансов, 2005 год), их участие осталось весьма ограниченным, чтобы обеспечить продолжительную жизнеспособность кодекса корпоративного управления, основанного на принципах саморегулирования и подходе «соблюдай или объясняй». Поэтому Принципы Совета зависели от проведения мониторинга и обеспечения исполнения со стороны регуляторного органа. Была создана рабочая группа инвесторов, чтобы проанализировать рекомендации в сфере корпоративного управления за 2005 год, чтобы в ближайшем будущем Принципы Совета стали обязательными, в частности, положения, направленные на защиту прав миноритарных акционеров.

45. В этом контексте использованный турецкими органами поэтапный подход, когда сначала Принципы Совета были приняты в режиме «соблюдай или объясняй», а впоследствии были кодифицированы, доказал свою продуктивность. После восьми лет подготовки Совет по рынку ценных бумаг Турции смог заставить компании следовать наилучшему поведению в сфере корпоративного управления в тех областях, где уже хорошо известные положения кодекса стали обязательными.

46. Большинство участников рынка поддержали обязательные требования, содержащиеся в Коммюнике IV-56, и поверили, что принципы «соблюдай или объясняй» эффективно подготовили для этого почву. Тем не менее, были высказаны определенные сомнения, в частности, со стороны эмитентов. Утверждалось, что обязательное положение о назначении независимых директоров и иные серьезные предписания могут стать отталкивающими факторами для компаний, желающих выйти на IPO (ОЭСР, 2013 год)

47. В то же время представляется, что регуляторному органу известно о рисках, которые могут быть вызваны соблюдением обязательных требований, и поэтому он выделил достаточное количество ресурсов для проведения мониторинга и обеспечения исполнения кодексов (ОЭСР, 2013 год). Например, в целях обеспечения подлинного качества независимых директоров компании Категории I должны представлять перечни своих номинантов Совету по рынку ценных бумаг для подтверждения до общего собрания акционеров (Совет по рынку ценных бумаг Турции, 2011 год).

4. Анализ ключевых факторов

48. В последующих подразделах дается более подробный анализ ключевых факторов эффективности Принципов Совета. Роли различных участников рынка подчеркивают факторы успеха и причины отмены режима саморегулирования.

4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Совета по рынку ценных бумаг Турции (СМВ)

49. Совет по рынку ценных бумаг Турции, являясь единым национальным органом по регулированию и осуществлению надзора на рынках ценных бумаг, обладает исключительными полномочиями по установлению стандартов, а также обширными надзорными и контролирующими полномочиями в отношении корпоративного управления в публичных компаниях и иных институтах рынка ценных бумаг.¹³

50. Государственный контроль и обеспечение исполнения установленных требований играют фундаментальную роль в эффективном исполнении Принципов Совета. Инвесторы полагаются на регуляторный орган, который требует раскрывать информацию и способствовать повышению уровня осведомленности в сфере корпоративного управления во всех отношениях. Процесс реформы был отмечен сильной политической и регуляторной согласованностью, где Совет по рынку ценных бумаг Турции выступал в качестве влиятельного и уважаемого регулятивного органа, руководящего процессом.

51. Участники рынка, которые были опрошены при подготовке данного отчета, подчеркивали центральную роль Совета по рынку ценных бумаг в разработке Принципов Совета, а также что процесс характеризовался высоким уровнем сотрудничества и всесторонностью. Участвовавшие заинтересованные лица ощущали, что их мнения на самом деле принимались во внимание. Принятый Советом по рынку ценных бумаг Турции подход, основанный на принципе достижения консенсуса, упрочил зарождающуюся культуру корпоративного управления. В результате чего Принципы корпоративного управления Совета по рынку ценных бумаг Турции стали центральным ориентиром для стандартов корпоративного управления в Турции (Арарат и Унгур, 2006 год).

52. В отличие от регуляторных органов в некоторых других странах с развивающейся экономикой¹⁴ представляется, что финансовые ресурсы Совета по рынку ценных бумаг Турции (Рис. 2) являются достаточными для покрытия его потребностей в осуществлении мероприятий по эффективному мониторингу и обеспечению исполнения кодексов (ОЭСР, 2013а). В дополнение к этому Совет по рынку ценных бумаг Турции является одним из наиболее привлекательных работодателей в Турции, в котором работают ведущие кандидаты, получившие наивысшие оценки на экзамене государственной службы (они также проходят специальный экзамен непосредственно в Совете по рынку ценных бумаг). Эти профессионалы также получают высококачественное обучение без отрыва от производства. Специалист Совета по рынку ценных бумаг отвечает за регулярный мониторинг приблизительно 10 компаний (включая вопросы применения стандартов корпоративного управления). Это важно, поскольку отсутствие надлежащих финансовых и трудовых ресурсов может существенно снизить эффективность мероприятий по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения кодексов. Согласно Принципам ОЭСР:

¹³ Чтобы сократить потенциальные пробелы в надзорных процедурах и/или избежать потенциальные регуляторные конфликты, новый Коммерческий кодекс Турции прямо предусматривает, что Совет по рынку ценных бумаг Турции полностью уполномочен определять, осуществлять мониторинг и обеспечивать исполнение положений корпоративного управления для публичных компаний.

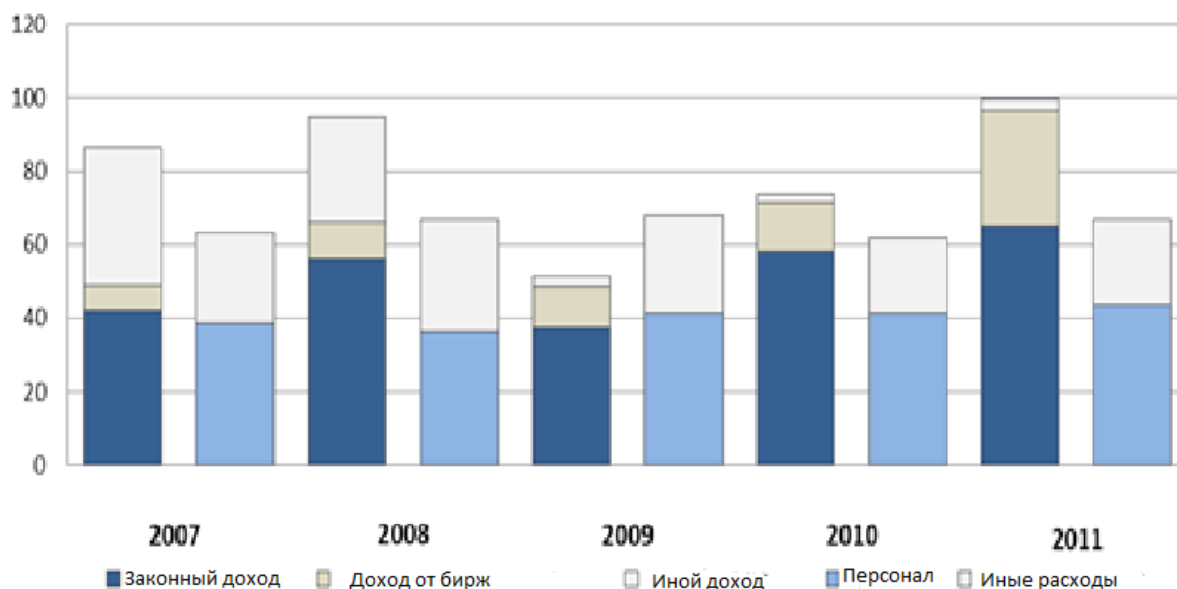
¹⁴ См. анализ практического примера, Индия.

«Надзорные, регулирующие и правоохранительные органы должны быть наделены полномочиями, должны действовать добросовестно и обладать ресурсами для выполнения своих обязанностей профессиональным и объективным образом. [...]С ростом числа компаний открытого типа, корпоративных событий и объема раскрываемых сведений может возникнуть нехватка ресурсов надзорных, регулирующих и правоохранительных органов. Чтобы следить за изменениями, им будет требоваться все больше высококвалифицированного персонала для обеспечения эффективного надзора и проведения проверок, на что потребуется соответствующее финансирование. Возможность привлекать персонал на конкурентоспособных условиях будет способствовать более высокому качеству и независимости надзорной и правоохранительной функций.» (Принцип 1.D. и Аннотации к нему)

Рис. 2. Доходы и расходы Совета по рынку ценных бумаг Турции

млн. турецких лир

Реальная сумма (с учетом инфляции): конец 2011 г.



Источник: ОЭСР, Сравнительный анализ 2013 г., осн. на данных Совета по рынку ценных бумаг Турции.

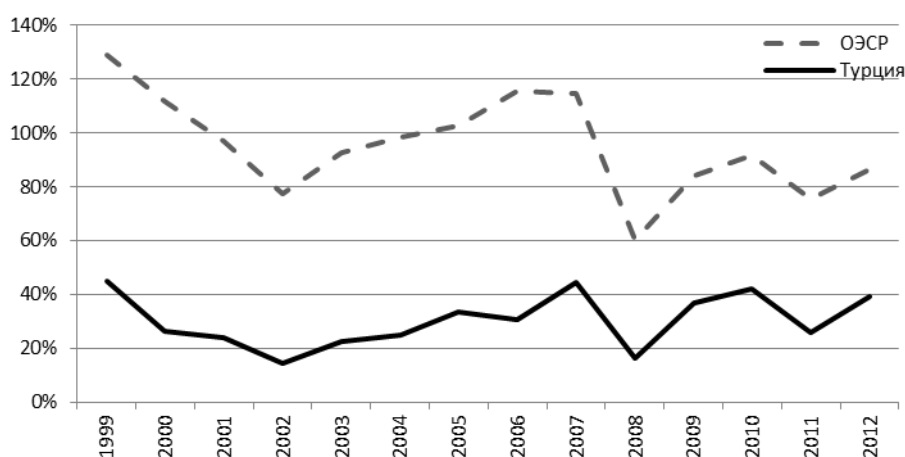
53. Совет по рынку ценных бумаг Турции, обладавший достаточными финансовыми и трудовыми ресурсами, являлся надежным органом и мог осуществлять эффективный мониторинг выполнения Принципов Совета. В случае наличия противоречий или ненадлежащих объяснений причин несоблюдения Принципов Совета соответствующие специалисты Совета по рынку ценных бумаг контактировали с компаниями. Такое внимание со стороны регуляторного органа усилило обязательство эмитента уделять повышенное внимание вопросам корпоративного управления. Если эмитенты игнорировали предупреждения Совета по рынку ценных бумаг Турции, на них налагались административные денежные штрафы. По имеющимся данным большинство штрафов касались фактов нарушений раскрытия информации и представления ложной информации относительно несоблюдения Принципов Совета. К сожалению, Совет по рынку ценных бумаг Турции не публикует регулярные обобщенные результаты отчетов по мониторингу соблюдения Принципов Совета на рынке. Совсем недавно опубликованные данные о соблюдении Принципов Совета датированы 2007 годом.

54. На сегодняшний день для целей мониторинга ставших уже обязательными Принципов корпоративного управления в Коммюнике IV-56 новый Закон о рынке ценных бумаг прямо уполномочил Совет по рынку ценных бумаг Турции выявлять нарушения, направлять ходатайства в суды о применении превентивных правовых мер, а также передавать судебное дело для исполнения соответствующих принципов корпоративного управления или налагать денежные штрафы.

4.2. Роль Стамбульской фондовой биржи

55. К 30 декабря 2012 года Стамбульская фондовая биржа (ISE) была преобразована из государственного учреждения в частное саморегулируемое юридическое лицо и теперь именуется «Борса Истанбул» (Borsa Istanbul / Стамбульская биржа). Стамбульская биржа также объединилась со Стамбульской биржей золота в начале 2013 года и преобразовалась в акционерное общество. По состоянию на конец 2012 года акции 405 компаний котировались на бирже, а капитализация рынка достигала 308 млрд долл. США. Однако лишь 12% из 1 000 крупнейших турецких компаний зарегистрировано на бирже, да и исторически турецкие компании не особо стремились к получению котировок на фондовой (Эркан, 2012 год).

Рис. 3. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Турции и всех странах-членах ОЭСР



Источник: Показатели Всемирного Банка, 2013 год

56. Согласно решению Высшего совета по планированию при Правительстве Турции от 20 сентября 2012 года правительство планирует продвигать Стамбул в качестве регионального финансового центра. В этом контексте новый Коммерческий кодекс Турции предусматривает возможность проведения электронного голосования в целях устранения барьеров при трансграничном голосовании. В связи с этим Стамбульская биржа (Borsa Istanbul, бывшая Стамбульская фондовая биржа) станет первой фондовой биржей, которая потребует от эмитентов внести изменения в свои уставы, предусмотрев возможность электронного участия и голосования на общих собраниях акционеров.

57. Фактически Биржа тесно работает с Советом по рынку ценных бумаг Турции и может принимать дисциплинарные меры, включая вынесение предупреждений, включение компаний в список ценных бумаг, за которым ведётся наблюдение, и, в конечном итоге, делистинг. Данные санкции должны быть подтверждены Советом по рынку ценных бумаг Турции. Однако в отношении нарушения положений о корпоративном управлении нет информации о случаях применения каких-либо санкций со стороны Биржи.

58. Конечно, у Биржи нет конкретной обязанности по осуществлению мониторинга в отношении соблюдения Принципов Совета публичными компаниями (ОЭСР, 2013 год). Следует отметить, что требования листинга устанавливаются в соответствии с актами, изданными Советом по рынку ценных бумаг, а не биржей. Хотя Принципы Совета и не являлись частью требований листинга, Биржа оказывала всестороннее содействие в продвижении наилучшей практики корпоративного управления и предприняла ряд инициатив, которые включали в себя публичные конференции и применение индекса корпоративного управления.

59. Как уже упоминалось, в 2007 году Стамбульская фондовая биржа запустила Индекс корпоративного управления по изначальной инициативе Совета по рынку ценных бумаг. Однако это не привело к убедительному продвижению Принципов Совета и не стало инструментом, который использовался бы инвесторами при принятии ими инвестиционных решений. Хотя дополнительная ценность получения рейтинга и включения в индекс была ограничена для компаний, инвесторы в основном игнорировали ее (Сенгур, 2011 год). Совет по рынку ценных бумаг решил выбрать индекс, а не отдельный сегмент рынка (по сравнению с биржей Ново Меркадо (Novo Mercado) в Бразилии, поскольку он хотел действовать быстро, а создание отдельного сегмента потребовало бы значительно больше времени (Арапат, 2008 год). В действительности Индекс корпоративного управления регулярно уступает XU100, основному индексу Биржи (Стамбульская фондовая биржа, 2013 год).

60. Хотя инвесторы редко полагаются на индексы корпоративного управления в качестве инвестиционного критерия, турецкий индекс подвергся особой критике за неспособность показать взаимосвязь с результатами деятельности или защитить миноритарных акционеров от злоупотреблений (Сенгур, 2011 год). До запуска индекса Рабочая группа Турции при Институте международных финансов прорабатывала ситуацию, когда вариант с индексом может не сработать, и рекомендовала Совету по рынку ценных бумаг Турции сделать ряд Принципов обязательными в будущем (Институт международных финансов, 2005 год). Теперь это сделано.

4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения

61. Средства массовой информации сыграли минимальную роль в продвижении Принципов Совета. Опрошенные участники рынка подтвердили, что более обширный охват компаний с хорошими или плохими результатами в сфере корпоративного управления и/или соблюдения Принципов Совета, мог бы стать мощной движущей силой для рыночной дисциплины в Турции.

62. Согласно Европейскому центру журнализма 70% турецких средств массовой информации принадлежит нескольким группам, которые, как правило, представляют собой конгломераты, чья деятельность охватывает ряд иных секторов помимо массовой информации, включая промышленность, туризм, финансы и строительство. Одна только группа «Доган» (Dogan Group) контролирует 40% турецких средств массовой информации, включая ведущие газеты, такие как «Свобода» (Hürriyet) (Европейский центр журнализма, 2013 год). В средствах массовой информации не оспаривались критические вопросы корпоративного управления и поведение, поскольку лица, являющиеся контролирующими акционерами в крупных публичных корпорациях, также в основном контролируют финансовые, деловые и общие средства массовой информации.

63. Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления (COGAT) отмечала, что в последние несколько лет в средствах массовой информации постепенно увеличивался интерес к вопросам корпоративного управления. Форумы, различные заседания и публикации ассоциаций по-прежнему играют более важную роль в повышении уровня осведомленности в принципах корпоративного управления по сравнению с деловыми средствами массовой информации.

64. Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления (COGAT), будучи озабоченной низким влиянием средств массовой информации на продвижение устойчивого корпоративного управления, разработала в 2011 году «Руководство по корпоративному управлению для делового журнализма». Цель этого руководства заключалась в расширении знаний деловых журналистов о корпоративном управлении и его важности. Поэтому деловые журналисты будут принимать информированные решения и раскрывать информацию, которая позволит участникам рынка более эффективно оспаривать действия руководства и контролирующих акционеров. В результате этой инициативы, которая получила сильную поддержку со стороны Ассоциации деловых журналистов, ряд журналистов, как стало известно, стали более заинтересованы в вопросах корпоративного управления. Однако при этом практически нет никакого влияния на желание журналистов быть более смелыми и любознательными, что подтверждается отсутствием таких статей или передач.

4.4. Роль инвесторов

65. Попытки развить турецкие финансовые рынки и привлечь международных инвесторов в начале 2000-х годов можно определить как важную движущую силу непосредственно для принятия Принципов Совета. Однако с течением лет обеспечение инвесторами исполнения положений о корпоративном управлении встречалось в Турции все реже (ОЭСР, 2013 год).

65. В конце 2012 года среди компаний, прошедших листинг на Стамбульской фондовой бирже, средняя доля акций, находящихся в свободном обращении, составляла 28%. Ни у одной из 20 крупнейших компаний в отношении рыночной специализации доля акций, находящихся в свободном обращении, не превышала 50%. Фактически у этих компаний есть контролирующие акционеры, которые в основном представляют собой группы семей.

Таблица 1. Доля акций, находящихся в свободном обращении в Турции

Диапазон доли акций, находящихся в свободном обращении	Компании		Доля от общего капитала, находящегося в свободном обращении
	Количество	Процент	
50.0%-100%	62	17%	16%
40.0%-49.9%	41	11%	30%
30.0%-39.9%	59	16%	17%
20.0%-29.9%	82	22%	25%
10.0%-19.9%	71	19%	12%
0%-9.9%	54	15%	1%
Итого	369	100%	100%

Источник: ОЭСР, анализ данных, полученных от Центрального депозитария ценных бумаг Турции (TUYID и МКК (2013 год))

Таблица 2. Доли акций, находящихся в свободном обращении в Турции, по типу компании по состоянию на конец 2012 года

Фирмы по рыночной капитализации, зарегистрированные на Стамбульской бирже	Средняя доля акций, находящихся в свободном обращении	Количество компаний с долями акций, находящихся в свободном обращении	
		Свыше 50%	Ниже 20%
Топ-20	28%	0	5
Топ-50	27%	3	19
Топ-100	28%	11	38
Всего	28%	62	125

Источник: ОЭСР, анализ данных, полученных от Центрального депозитария ценных бумаг Турции (TUYID и МКК (2013 год))

66. Согласно Центральному депозитарию ценных бумаг Турции иностранным инвесторам (в основном, институциональным) принадлежало более 65% акций, находившихся в свободном обращении в 2012 году¹⁵. Эти инвесторы владеют акциями в среднем около 389 дней и редко беспокоятся об обеспечении исполнения наилучшей практики корпоративного управления в течение такого периода владения (TUYID и МКК, 2013 год). Со стороны внутренних инвесторов средний период владения еще короче и составляет 46 дней. Поэтому можно предположить, что в течение таких коротких периодов времени внутренние инвесторы в большей степени заинтересованы в получении краткосрочного преимуществ, нежели во взаимодействии с компанией и/или осуществлении мониторинга и обеспечении исполнения принципов корпоративного управления. Опрошенные при подготовке данного отчета эксперты исторически рассматривали фондовую биржу в качестве платформы для получения краткосрочного преимуществ. Более того, согласно Гёненсеру (2008 год), доля акций, принадлежащих турецким институциональным инвесторам, является минимальной, и инвесторы не оказывают существенного влияния на управление в компаниях, в которые они инвестируют. Пенсионные фонды были введены в Турции лишь в конце 2003 года, и акции составляют лишь около 10% от их портфеля.

67. В исследовании, проведенном Апаратом и Эроглу (2012 год), было отмечено, что в общем средняя стоимость акций, принадлежащих иностранным инвесторам слишком мала, чтобы оправдать затраты на проведение мониторинга, и что институциональные инвесторы играли маргинальную роль в корпоративном управлении в Турции. В среде, где преимущественно доминируют структуры, контролируемые семьями, и в отсутствие давления со стороны внутренних и иностранных инвесторов, невозможно оказать существенное влияние на обеспечение исполнения кодекса, основанного на принципе «соблюдай или объясняй».

4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях

68. Для публичных компаний в Турции характерна концентрированная собственность, где контролирующему акционеру в среднем принадлежит свыше 50% акций. Крупные группы находились под контролем семей, зачастую через пирамидальные структуры. Механизмы, способствующие усилению контроля, такие как множественное голосование, часто используются на практике и позволяют контролирующим акционерам номинировать и выбирать большинство директоров компании по своему усмотрению. Контролирующие акционеры в Турции всегда играли доминирующую роль в стратегическом руководстве и управлении в своих компаниях, поэтому большинство советов директоров не функционировали независимо, а контролирующие акционеры с неохотой отказываются от жесткого контроля.

¹⁵ Это соответствует увеличению на 14 процентных пунктов по сравнению с 2003 годом.

69. Однако ключевые лица, принимающее решение в турецких компаниях, видели полезный «макро-эффект» от Принципов Совета и открыто поддерживали их принятие. Согласно отчету ОЭСР (2006 год) турецкие эмитенты выступали в поддержку модернизационных мер, которые осуществлялись Советом по рынку ценных бумаг Турции, и развития финансовых рынков Турции, а несколько крупных компаний выступили в качестве катализатора для повсеместного принятия Принципов Совета, поскольку они публично приняли их и начали применять наилучшую корпоративную практику в качестве систем внутреннего контроля.

70. Безусловно, вопросы корпоративного управления были приняты всерьез, а уровень осведомленности продолжал расти, однако не за счет устоявшихся интересов на уровне отдельных компаний. Некоторые положения, особенно те, которые требовали большего количества независимых членов в совете директоров (1/3 от числа членов совета директоров), зачастую не применялись. Контролирующие акционеры не выступали за то, чтобы включать лиц со стороны, которые могут оспорить их контроль (Аралат, 2008 год). Следует отметить, что компании время от времени используют термин «консультант-директор» в заявлениях о состоянии корпоративного управления, когда они говорят о своих независимых директорах, что, возможно, отражает правду о роли, которую эти независимые директора выполняют в советах директоров турецких компаний.

71. Турецкие менеджеры и директора признали определенную выгоду в отношении профессионализма и более качественного управления (Гёненсер, 2008 год). Соблюдение Принципов Совета, которые соответствуют Принципам ОЭСР, рассматривалось как способ приближения своих компаний к международной наилучшей практике. Директора турецких компаний подтвердили в своих интервью, что они были заинтересованы в развитии культуры корпоративного управления в соответствии с той, которая существует в европейских компаниях, и что Принципы Совета оказались полезными, выступив в качестве официальной ссылки. Однако в отсутствие надежных рыночных сил, требующих более точного соблюдения Принципов Совета, компании не видят упрощенный доступ к капиталу в качестве существенной выгоды, возникшей в результате повсеместного принятия кодекса корпоративного управления.

72. В отношении затрат опрошенные эксперты упомянули о сложности привлечения независимых директоров в свои советы директоров, учитывая ограниченное число компетентных кандидатов в Турции. Некоторые эмитенты, опрошенные при подготовке данного отчета, поставили под сомнение полезность наличия независимых директоров в турецких компаниях. Орбей и др. (2010 год) проанализировали взаимосвязь между структурой совета директоров и результатами деятельности фирмы на примере турецких публичных компаний и показали отрицательное влияние наличия независимых членов в совете директоров на результаты деятельности компаний.

73. Более того, эмитенты обозначили риск конкурентных недостатков по сравнению с непубличными конкурентами в качестве существенных затрат. Полное соблюдение Принципов Совета заставит их раскрывать существенный объем информации, например, политику в отношении персонала и информацию о взаимоотношениях с клиентами и поставщиками (Глава 3 Принципов Совета), в то время как их непубличные контрагенты не должны раскрывать что-то в сопоставимых объемах и могут использовать полученную информацию в ущерб публичным компаниям.

4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций

74. Цель Принципов Совета, которая заключалась в создании осведомленности в корпоративном управлении в Турции, не была бы достигнута в том же объеме без участия ассоциаций частного сектора, исследовательских институтов и консалтинговых фирм. Они

публично одобрили Принципы Совета в качестве центрального документа в сфере корпоративного управления и реализовали ряд важных инициатив.

75. Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления (COGAT) была создана в 2003 году и сыграла ключевую роль в развитии культуры корпоративного управления, а также помогла своим корпоративным членам с применением Принципов Совета (Гёненсер, 2008 год). Ассоциация опубликовала исследование по корпоративному управлению в Турции совместно с фирмой «Бостон Консалтинг Груп» (Boston Consulting Group / BCG, 2005 год) и издала ряд публикаций с участием ведущих ученых. Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления подготавливала практические примеры для изучения, издавала книги, публиковала информационные бюллетени и статьи. Ассоциация также организовала ряд тренингов для советов директоров, активно добивалась проведения интервью с журналистами и пыталась установить связь с международными организациями (в частности, с ОЭСР) и учреждениями, такими как Институт международных финансов и Центр международного частного предпринимательства.

76. Ассоциация турецких промышленников и предпринимателей (TÜSIAD) сыграла важную роль в координации и представлении мнений турецких публичных компаний в процессе разработки Принципов Совета, а также впоследствии. Ассоциация выступила партнером в ряде встреч и консультаций, а также целевого обучения директоров наилучшей практике корпоративного управления для своих членов.

77. Форум Турции по корпоративному управлению (CGFT), который является инициативой Университета Сабанчи, провел эмпирическое исследование вопросов корпоративного управления и добился включения программы по корпоративному управлению в учебную программу курсов MBA (мастер делового администрирования) и при получении ученых степеней.

78. У бухгалтерских фирм «Большой четверки» (Big four) была финансовая заинтересованность в продаже консультационных услуг в сфере корпоративного управления и комплаенса для своих (неаудиторских) клиентов. Их коммерческие предложения помогли обучить эмитентов тому, что вопросы корпоративного управления являются важными. Поэтому консалтинговые фирмы в определенной степени способствовали повышению уровня осведомленности в корпоративном управлении в целом и Принципах Совета в частности.

4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов

79. В случае с Турцией Совет по рынку ценных бумаг являлся ключевой движущей силой, обеспечивавшей эффективность этих Принципов. Регуляторный орган использовал механизм саморегулирования в качестве средства для достижения цели и преуспел в окончательной кодификации Принципов Совета. Ограниченное влияние инвесторов в качестве движущей силы для успешного саморегулирования усугубило потребность в сильном лидере и владельце кодекса в лице регуляторного органа. Особо следует отметить тот факт, что ассоциации частного сектора и фондовая биржа сыграли свою роль в повышении уровня осведомленности в корпоративном управлении и создании с нуля культуры корпоративного управления. Тем не менее, отношение большинства публичных компаний к истинной выгоде от соблюдения отдельных положений Принципов Совета осталось скептическим.

III. ИНДИЯ: ПУНКТ 49

1. Основные этапы развития

80. Либерализация индийской экономики в начале 1990-х годов вывела вопросы корпоративного управления на верхнюю строчку в повестке дня директивных органов. Открытые рынки капитала, резкий экономический рост и приближающаяся приватизация – все это сделало корпоративное управление ключевым фактором для привлечения капитала и создания заслуживающей доверия акционерной культуры. В течение того же периода времени ряд корпоративных скандалов¹⁶ вызвал серьезную озабоченность в отношении состояния корпоративного управления в Индии. В 1992 году был создан Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (SEBI) с целью осуществления мониторинга и регулирования торговли акциями. Постепенно регуляторный орган получил полномочия, которые позволили ему играть важнейшую роль в сфере корпоративного управления и защиты прав инвесторов.

81. Тем не менее, первоначальный толчок для реформы корпоративного управления был сделан со стороны частного сектора, а не регуляторного органа. В 1995 году Конфедерация индийских промышленников (СИ) создала рабочую группу для разработки добровольного кодекса корпоративного управления в Индии. Цель заключалась в укреплении доверия к индийскому бизнесу за счет приведения стандартов защиты прав миноритарных акционеров, прозрачности информации и корпоративного управления в соответствие со стандартами, которые существовали, как выразилась Конфедерация индийских промышленников, в «развитом мире» (Конфедерация индийских промышленников, 1998 год).

82. В 1998 году Конфедерация индийских промышленников опубликовала свой кодекс под названием «Ожидаемое корпоративное управление: кодекс». Двенадцатистраничный документ содержал примерные определения в сфере корпоративного управления и семнадцать рекомендаций по следующим вопросам: i) Совет директоров; ii) Ожидаемое раскрытие информации; iii) Вопросы рынка ценных бумаг; iv) Права кредиторов; v) Финансовые учреждения, и vi) Номинальные директора.

83. Кодекс Конфедерации индийских промышленников многое подчеркнул из Отчета Кэдбери и обсуждений по вопросам корпоративного управления в Великобритании. Поэтому он не был в полной мере адаптирован под индийские реалии. Являясь инициативой частного сектора и будучи построенным на механизме саморегулирования, Кодекс не был обеспечен какой-либо регуляторной поддержкой и не был подкреплён правилами листинга. Добровольный характер Кодекса не повлиял на его принятие компаниями и не привел к усовершенствованию корпоративного управления. Хотя Кодекс Конфедерации индийских промышленников по существу не был эффективным кодексом, это был первый формальный новаторский документ в дебатах по вопросам корпоративного управления в Индии.

¹⁶ В частности, в деле Харшад Мехта (Harshad Mehta), а также в ряде других дел были выявлены факты, когда компании распределяли привилегированные акции среди контролирующих акционеров по существенно заниженной цене, а также присваивали капитал инвесторов (Госвами, 2002 год).

84. В конце 1998 года Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам последовал примеру и создал собственный Комитет по разработке Кодекса под председательством Кумара Мангалама Бирлы¹⁷. Основная цель Комитета заключалась в разработке надлежащего Кодекса корпоративного управления для Индии, в котором особое внимание уделялось бы вопросам защиты прав инвесторов, прозрачности информации и международным стандартам раскрытия информации. Комитет Бирлы по корпоративному управлению принял рекомендации в 1999 году. Хотя он и поддержал Кодекс Конфедерации индийских промышленников, «тем не менее, Комитет посчитал, что в условиях индийских реалий кодекс должен носить официальный, а не добровольный характер, что будет гораздо лучше способствовать поставленной цели и будет более конструктивно, по крайней мере, в отношении существенных особенностей корпоративного управления» (Комитет Бирлы, 1999 года).

85. В связи с этим Комитет Бирлы изучил возможные варианты индийской правовой и регуляторной структуры для введения обязательного соблюдения положений кодекса корпоративного управления. Была достигнута договоренность, что создание правовой поддержки посредством внесения изменений и дополнений в Закон о компаниях 1956 года займет достаточно много времени. Поэтому было принято решение отказаться от данного варианта, чтобы была возможность двигаться вперед достаточно быстро. Вследствие этого вариант с обязательным соблюдением через требования листинга фондовых бирж под руководством Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам был отмечен в качестве наилучшего и менее затратного по времени решения для обеспечения эффективного применения положений кодекса корпоративного управления. Данное решение легло в основу Статьи 49 Договора листинга (Пункт 49), который в настоящий момент именуется Кодексом корпоративного управления Индии.

86. Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам принял рекомендации Комитета Бирлы без каких-либо дальнейших изменений, внося рекомендации Комитета в Пункт 49 Договора листинга и последовал рекомендованному Комитетом графику для его принятия¹⁸. Поэтому в соответствии с рекомендацией Комитета Бирлы Пункт 49 содержит обязательные и необязательные положения, которые применяются ко всем публичным компаниям, включая компании с государственным участием. Комитет Бирлы подчеркнул, что «соблюдение Кодекса будет происходить по форме, но прежде всего по существу и в духе, чтобы отдать предпочтение содержанию над формой» (Бирла, 1999 год).

87. В 2004 году Пункт 49 был дополнен следующими рекомендациями Комитета Нарян Мурти, созданного Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, которые в основном были сфокусированы на усовершенствовании положений об аудиторских комитетах, аудиторской отчетности, независимых директорах, аффилированных лицах, управлении рисками и раскрытии информации. Новая редакция Пункта 49 вступила в силу в декабре 2005 года¹⁹.

¹⁷ Индийский промышленник и Председатель «Адितья Бирла Груп» (Aditya Birla Group), одного из крупнейших конгломератов в Индии.

¹⁸ Хотя данный «новый» кодекс стал обязательным для крупных компаний, т.е. компаний, включенных в индексы BSE 200 и S&P CNX Nifty, а также для всех новых публичных компаний с марта 2001 года, небольшим публичным компаниям было отведено два года на то, чтобы обеспечить соблюдение его положений.

¹⁹ Изначально предлагалось, чтобы новая редакция Пункта 49 вступила в силу в апреле 2005 года, однако существенная доля компаний, включенных в индекс BSE 200, попросила больше времени для обеспечения полного соблюдения пересмотренных требований, поэтому Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам продлил срок до декабря 2005 года.

2. Структура корпоративного управления

88. В рамках структуры корпоративного управления Индии²⁰ Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам преимущественно отвечает за Пункт 49, а Министерство по делам компаний (МСА) отвечает за Закон о компаниях.

89. Действующий Пункт 49 является результатом попыток Индии создать функционирующий Кодекс корпоративного поведения. Пункт 49 состоит из 15 страниц, включая приложения, и применяется к публичным компаниям. Он содержит обязательные и добровольные положения. Обязательные положения включают в себя:

- Состав Совета директоров и его регламент: частота проведения заседаний, определение и количество независимых директоров, кодекс поведения для Совета директоров и старшего руководства
- Состав и роль Аудиторского комитета
- Положения о дочерних обществах и сделках с аффилированными лицами
- Раскрытие информации Аудиторскому комитету, Совету директоров и акционерам
- Требования к сертификации генерального директора / финансового директора
- Требования к ежеквартальным отчетам о корпоративном управлении
- Требования к ежегодной сертификации в отношении соблюдения кодекса

90. Необязательные (или «желаемые») положения включают в себя:

- Состав Комитета по вознаграждениям
- Объявление результатов по итогам за полугодие
- Обучение членов Совета директоров
- Сравнительная оценка членов Совета директоров
- Политика в области осведомительства

91. Согласно Пункту 49 Годовой отчет должен содержать отдельный раздел о соблюдении обязательных положений, а также указание на соблюдение необязательных положений. Также ежеквартальные отчеты о соблюдении кодекса должны быть представлены фондовым биржам в течение пятнадцати дней после окончания каждого квартала. Образцы годовой и ежеквартальной отчетности приведены в приложениях к Пункту 49.

92. Министерство по делам компаний отвечает за Закон о компаниях, который формирует основную структуру регулирования для всех индийских компаний. В то время как Закон 1956 года содержал несколько положений, касавшихся вопросов корпоративного управления²¹, в Законе о

²⁰ В данном отчете анализ эффективного применения будет основываться на структуре, существовавшей до 2013 года

²¹ Разделы Закона о компаниях 1956 года, относящиеся к сфере корпоративного управления, включают в себя: займы, выдаваемые директорам или родственникам или аффилированным лицам (Раздел 295); сделки с заинтересованностью должны быть одобрены решением Совета директоров и внесены в реестр (Раздел 297); директора, у которых имеется заинтересованность не должны участвовать или голосовать (Раздел 300); назначение директора или родственников на должность осуществляется с одобрения акционеров, если размер вознаграждения превышает установленный лимит (Раздел 314); Аудиторский комитет государственных компаний оплатил капитал в размере 50 млн индийских рупий (Раздел 292А); акционеры, которым принадлежит 10% акций, могут обратиться в суд в случае притеснения или ненадлежащего управления (Раздел 397/398)

компаниях 2013 года была существенно расширена сфера вопросов корпоративного управления, включающая теперь в себя элементы, которые ранее регулировались исключительно Пунктом 49. Разделы Закона о компаниях 2013 года, относящиеся к сфере корпоративного управления, охватывают следующие вопросы: i) состав совета директоров и независимых директоров (включая новое определение независимости); ii) разделение Председателя Совета директоров и генерального директора; iii) обучение директоров; iv) заседания Совета директоров; v) оценка директора; vi) роль и функции аудиторского комитета; vii) управление рисками; viii) защита осведомителей; ix) выплата вознаграждений; x) Комитеты по назначениям и взаимоотношениям с заинтересованными лицами (обязательные); xi) ротация аудиторов; xii) сделки с аффилированными лицами; xiii) обязательное электронное голосование в совете директоров, и xiv) собрания акционеров.

93. Министерство по делам компаний разработало корпоративное законодательство параллельно с инициативами Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам и создало ряд собственных комитетов²², которые в значительной степени совпадали с инициативами Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, и считается, что это подорвало роль Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам в качестве явного лица, отвечающего за индийский Кодекс корпоративного управления (Афшарикур, 2009 год). Хотя комитеты Министерства по делам компаний издавали отчеты, нацеленные на реформирование Закона о компаниях 1956 года в части вопросов корпоративного управления, по имеющимся сведениям они создали общую атмосферу неразберихи. Для эмитентов стало непонятно, какие стандарты корпоративного управления следует считать законными, и может ли Пункт 49 рассматриваться в качестве пригодного ориентира для наилучшей практики корпоративного управления (Далей и др., 2012 год). Эта путаница усилилась после скандала Сатьяма в 2009 года.

94. Дело компании «Сатьям», также известное как «индийский Энрон» раскололо индийский корпоративный мир. На протяжении нескольких лет происходила фальсификация счетов, а активы компании были переоценены более чем на 1.5 млрд долл. США. Компания незаконно получала займы, создала свыше 13 000 фальсифицированных зарплатных счетов и раздула свои доходы с помощью фальшивых клиентских счетов. Назначенные для компании «Сатьям» аудиторы, компания «ПрайсВотерхаусКуперс», по имеющимся сведениям была не в курсе мошеннической схемы. Хотя считается, что дело компании «Сатьям» рассматривается прежде всего в качестве бухгалтерско-аудиторского скандала, оно также повлияло на обсуждение вопросов корпоративного управления. Формально компания «Сатьям» соблюдала Закон о компаниях 1956 года и следовала Пункту 49, сообщая о надлежащем применении своих политик, поэтому данное дело подчеркнуло необходимость полноценного соблюдения кодекса, а не просто формальное отношение в виде заполнения анкет. Истинное качество независимых директоров было поставлено под вопрос наряду с их способностью оспаривать образ действий руководства (и, в конечном итоге, контролирующих акционеров), а также общую эффективность индийских советов директоров.

95. После инцидента с компанией «Сатьям» Министерство по делам компаний оперативно выпустило «Добровольное руководство по вопросам корпоративного управления». Целью Руководства являлось продвижение наилучших корпоративных практик среди публичных и непубличных компаний. Двадцатистраничный документ объясняет, что наилучшее корпоративное управление выходит за пределы законов и положений и пытается стимулировать компании к добровольному соблюдению некоторых или всех предлагаемых принципов, закрепленных в Руководстве (например, разделение Председателя Совета директоров и генерального директора, независимый директор может занимать не более семи директорских постов, обучение директоров и т.д.). Министерство по делам компаний пошло еще дальше и сформировало Комитет Гудрежа в

²² В частности, Комитет Нареша Чандры по корпоративному аудиту и управлению, а также Персидский комитет по корпоративному праву в 2004 году.

2012 году, который определил семнадцать всеобъемлющих принципов корпоративного управления, которые, как ожидалось, сформируют основу дальнейших обсуждений в сфере корпоративного управления в Индии.

96. В августе 2013 года Верхняя палата Парламента Индии ратифицировала новый Закон о компаниях, который формально заменил Закон о компаниях 1956 года²³. Это был более современный для Индии закон, который, как считалось, надлежащим образом отражал современные вопросы, включая те, которые возникали при проведении расследования по делу компании «Сатьям». Ожидается, что Закон о компаниях 2013 года будет деловым актом корпоративного права, усилит подотчетность компаний и аудиторов, усовершенствует корпоративное управление, повысит уровень прозрачности информации и надлежащим образом защитит права (миноритарных) инвесторов (Делойтт, 2013 год). Попытки Министерства по делам компаний кодифицировать большое количество положений в сфере корпоративного управления в новом едином Законе о компаниях (2013 год) наконец-то материализовались (см. следующий подраздел III.2.).

97. Добровольное руководство, разработанное в 2009 году, также представляет собой инструмент Министерства по делам компаний, но при этом не может быть исполнено в принудительном порядке. Содержание руководства сфокусировано на трех основных вопросах: i) советы директоров, ii) аудиторы, и iii) защита осведомителей. Руководство было разработано в ответ на скандал с компанией «Сатьям» и призвано выступать в качестве руководства к действию для компаний, которые желают усовершенствовать свои стандарты корпоративного управления. Обозреватели рынка сообщают, что данное руководство применяется компаниями лишь в ограниченном объеме вследствие его исключительно добровольной природы.

98. В период после скандала с компанией «Сатьям» Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам внес лишь небольшие изменения в Пункт 49, которые в основном касались заложенных акций, сравнительных исследований аудиторов²⁴, опубликования общей информации на корпоративных веб-сайтах и электронного голосования. В начале 2013 года Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам выпустил отчет с консультациями относительно пересмотра действовавшей в том момент редакции Пункта 49, чтобы привести его в соответствие с Законом о компаниях 2013 года.

3. Эффективность Кодекса корпоративного управления

99. Проблематичные взаимоотношения между Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам и Министерством по делам компаний не способствовали созданию благоприятного климата для последовательного и сбалансированного диалога, который мог бы

²³ В течение последнего десятилетия одна из целей Министерства по делам компаний заключалась во внесении дополнений в Закон о компаниях 1956 года. Правительство Индии начало подробную проверку Закона о компаниях в 2004 году, результатом которой стал новый законопроект о компаниях. Законопроект был принят нижней палатой Парламента (Лок Сабха) в 2012 году. Верхняя палата Парламента Индии (Раджья Сабха) ратифицировала законопроект в августе 2013 года.

²⁴ Было принято решение, что по всем публичным компаниям отчеты об ограниченной проверке / обязательному аудиту должны быть представлены соответствующим фондовым биржам лишь теми аудиторами, которые самостоятельно прошли через процедуры сравнительного анализа в Институте дипломированных бухгалтеров Индии (ICAI) и которые обладают действующими сертификатами, выданными Экспертным советом указанного Института (Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, 2013 год).

привести к более функциональному подходу к кодификации в сфере корпоративного управления. В целом Пункт 49 не может рассматриваться в качестве эффективного инструмента, поскольку в рамках данной структуры процветало лишь соблюдение положений кодекса как таковое в отсутствие реального содержания.

100. Хотя официальные данные о соблюдении Пункта 49 отсутствуют, по оценкам Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (по крайней мере, на бумаге) около 95% публичных компаний соблюдают Пункт 49. Анализ данных, представленных Бомбейской фондовой биржей (BSE) и Национальной фондовой биржей (NSE), показывает, что по состоянию на 2012 год около 10% публичных компаний не соблюдали Пункт 49 в полном объеме.

101. Конечно, принятие Пункта 49 возымело непосредственное воздействие на публичные компании. IPO не проводилось для компаний, не соблюдавших Пункт 49, а уже существующие компании пересмотрели свою систему корпоративного управления в целях соблюдения требований листинга (Афшарипур, 2009 год). После принятия Пункта 49 был отмечен рост применения наилучшей практики. Примером этого является введение аудиторских комитетов, где независимые члены составляют 2/3 от состава. Согласно обзору, проведенному компанией PwC, все крупнейшие 350 компаний по рыночной капитализации, акции которых находятся в листинге на Бомбейской фондовой бирже, соблюли указанное требование при формировании своих аудиторских комитетов в 2007 году (PwC, 2009 год). По имеющимся данным, небольшие публичные компании также создали такие комитеты в целях соблюдения Пункта 49.

102. Однако вопрос о том, насколько эффективно применялся Пункт 49 индийскими публичными компаниями, выходит за рамки обычного вопроса о раскрытии информации в рамках соблюдения кодекса. После введения Пункта 49 эмитенты открыто называли его «безвредным» (Hindu Times («Хинду Таймс»), 2006 год), поскольку способность Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам осуществлять эффективный мониторинг, обеспечивать исполнение кодекса и преследовать в судебном порядке компании за несоблюдение кодекса была под вопросом. Отсутствие мер по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения кодекса (см. подраздел *«Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления»*) позволило компаниям, уклоняющимся от соблюдения кодекса, отметить себя в качестве компаний, соблюдающих положения кодекса, не боясь при этом каких-либо серьезных последствий. По той же причине данные, предоставленные фондовыми биржами (Национальной фондовой биржей, 2013 год, и Бомбейской фондовой биржей, 2013 год), показывают, что зачастую компании представляли информацию несвоевременно, поскольку они не боялись применения к ним каких-либо реальных санкций.²⁵

103. В то время как значительное количество индийских компаний представляет формальные заявления о соблюдении кодекса, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, фондовые биржи и сами эмитенты признают, что это не в полной мере отражает фактическое поведение компаний. Компании принимают Пункт 49 на бумаге, заполняют шаблонную анкету, проставляя галочки в полях «Да/Нет», но по большей части они рассматривают это в качестве формального упражнения. Пункт 49 стал известен в сфере корпоративного управления в качестве «еще одного упражнения по соблюдению кодекса, которое необходимо выполнить» (Economic Times («Экономик Таймс»), 2011).

²⁵ Например, анализ необработанных данных, полученных от Бомбейской фондовой биржи, показывает, что 562 компании слишком поздно представили свои заявления о соблюдении кодекса за декабрь 2012 года. В ряде случаев период задержки составлял 85 дней после 31 декабря; в среднем период задержки составил 32 дня.

104. Согласно индийским экспертам, которые были опрошены в рамках подготовки данного отчета, Пункт 49 не обладал эффективным воспитательным значением и не позволил создать культуру корпоративного управления, при которой эмитенты на самом деле бы использовали наилучшую практику корпоративного управления. Фактически Пункт 49 поощрял механическое соблюдение стандартов корпоративного управления, а не культуру и желание разрабатывать способы наилучшей практики корпоративного управления. Лишь около 38% советов директоров полагают, что Пункт 49 существенным образом улучшил корпоративное управление в Индии (PWC, 2011 год). Поэтому Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам с помощью Отчета с консультациями по вопросам корпоративного управления, выпущенного с целью пересмотра Пункта 49, пытается ввести образовательный раздел по «основополагающим принципам наилучшего корпоративного управления» (Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, 2013 год).

105. Важно признать, что, несмотря на вышеуказанные недостатки, Пункт 49 стал первой надежной и широко применяемой попыткой кодификации положений о корпоративном управлении в Индии. До введения его в действие рекомендации по корпоративному управлению содержались лишь в добровольном Кодексе корпоративного управления Конфедерации индийских промышленников, но по большей части компании и инвесторы его игнорировали вследствие его исключительно добровольного характера. По заключению Комитета Бирлы, если кодекс не является обязательным для исполнения, реализация важных практик корпоративного управления будет невозможна в Индии. Индия, прошедшая через либерализацию, остро нуждалась в работающем режиме корпоративного управления, который впервые был введен с помощью Пункта 49. Сегодня тот факт, что значительное количество положений Пункта 49 было перенесено в Закон о компаниях 2013 года, подчеркивает, что Пункт 49 не рассматривался в качестве работающего Кодекса. Также сохраняется проблема создания осведомленности в корпоративном управлении помимо обычного соблюдения кодекса, а также проблема усовершенствования мероприятий по проведению мониторинга и обеспечению исполнения кодекса.

106. Безусловно, на примере Индии видно, что даже при наличии детальных положений, разработанных экспертами, обладающими познаниями в международном корпоративном управлении, процесс реформы является неэффективным, если в стране отсутствует адекватная инфраструктура для применения и обеспечения исполнения кодекса, и если отсутствует основательная культура корпоративного управления среди участников рынка. Компания «Сатьям» всегда соблюдала Пункт 49 и даже дважды получала награду за выдающиеся успехи в сфере корпоративного управления (Шарма, 2010 года). Поэтому само по себе соблюдение кодекса не означает обязательство в отношении следования наилучшей практики корпоративного управления.

4. Анализ ключевых факторов

107. Ряд факторов объясняют, почему Пункт 49 не смог превратиться в надежный инструмент в сфере корпоративного управления в Индии. Хотя, возможно, он и был более эффективным по сравнению с первым Кодексом, который носил исключительно добровольный характер, более глубокий анализ ролей различных участников рынка лишь подчеркивает недостатки, присущие Пункту 49.

4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Совета Индии по рынку ценных бумаг и фондовым биржам (SEBI)

108. Как уже упоминалось ранее, Министерство по делам компаний регулирует деятельность всех компаний, подпадающих под действие Закона о компаниях, а Совет Индии по ценным бумагам

и фондовым биржам, являясь регулятором рынка ценных бумаг, осуществляет надзор исключительно за публичными компаниями (Законы Парламента, 1992 год).

109. Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам играл ключевую роль, поскольку регуляторная поддержка для кодекса корпоративного управления была совершенно необходима. Как подчеркивалось Комитетом Бирлы, Кодекс, носящий исключительно добровольный характер, не мог являться надежным вариантом в условиях индийских реалий (Бирла, 1999 год). Как подтверждается недавними историческими фактами, изменения и дополнения в Закон о компаниях 1956 года должны были бы произойти много лет назад²⁶, поэтому руководящая роль Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам в проведении реформы корпоративного управления была важным и эффективным шагом вперед. Однако, с момента создания Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам возникли серьезные трения между Советом и Министерством по делам компаний, поскольку их регуляторные полномочия стали совпадать по ряду вопросов (Армур, 2008 год). Даже для компаний, которые делали все возможное для применения наилучших практик корпоративного управления, было сложно выявить наиболее надежные первоисточники, которые, возможно, усугубили формализованное шаблонное отношение.

110. Хотя Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам выполнял ведущую роль в обсуждениях вопросов корпоративного управления, регуляторный орган не обладал надлежащими полномочиями и ресурсами для осуществления эффективного мониторинга и обеспечения исполнения положений Пункта 49 (Афшарипур, 2009 год). В отличие от многих регуляторных органов в европейских странах (Ваимерш, 2013 год), Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам не осуществляет мониторинг стандартов корпоративного управления и/или соблюдения требований Пункта 49. Несмотря на то, что Совет издает подробный Годовой отчет, охватывающий различные сферы его деятельности, какая-либо (ежегодная) отчетность по применению компаниями Пункта 49 отсутствует. Согласно Совету Индии по ценным бумагам и фондовым биржам трудовые и финансовые ресурсы, имеющиеся в наличии для осуществления мониторинга и обеспечения исполнения Пункта 49, слишком ограничены, чтобы охватить свыше 6 000 компаний, зарегистрированных на индийских биржах²⁷ (Таблица 3). У Совета нет другого выбора, кроме как доверять собираемым биржами данным о фактах соблюдения и несоблюдения Пункта 49. Хотя эти данные дают представление о том, сколько компаний соблюдают положения Пункта 49, отсутствует анализ причин несоблюдения Пункта 49, а также того, является ли его соблюдение подлинным.

Table 3. Количество публичных компаний в Индии (2008-2012 гг.)

Год	Количество публичных компаний	
	Национальная фондовая биржа (NSE)	Бомбейская фондовая биржа (BSE)
2008-09	1432	4929
2009-10	1470	4975
2010-11	1574	5067
2011-12	1646	5133

Источник: Национальная фондовая биржа и Бомбейская фондовая биржа

²⁶ Понадобилось более 10 лет, чтобы пройти путь от первых серьезных попыток пересмотреть Закон о компаниях до его принятия Верхней палатой Парламента в августе 2013 года

²⁷ Значительная доля (около 50%) публичных компаний на Бомбейской фондовой бирже фактически представляет собой «мусорные» акционерные общества, которые остаются публичными, но активной торговли их акциями не происходит

111. В отношении обеспечения исполнения Пункта 49 Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам наделен полномочиями по наложению штрафов на компании, которые не соблюдают Пункт 49. Делистинг является еще одной возможной опцией, которую Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам может применить в качестве санкции за несоблюдение Пункта 49. Несмотря на наличие таких опций, на практике они применяются достаточно редко (если вообще применяются). Штрафы фактически неэффективны, поскольку вследствие слабо развитой судебной системы в Индии в настоящее время накопилось около 27 миллионов нерассмотренных дел (Армур и др., 2008 год). В этом году Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам насчитал около 1 200 неоплаченных штрафов. Из-за своих ограниченных полномочий Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам вынужден обращаться в суды, если компания не оплачивает штраф, а по имеющимся данным такие процедуры занимают свыше 10 лет. Более того, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам не может применять меры уголовного наказания, поскольку данные полномочия закреплены исключительно за Министерством по делам компаний.

112. Согласно данным интервью с сотрудниками Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, им неизвестно о случаях делистинга исключительно по причине несоблюдения Пункта 49. Регуляторный орган пытается избежать применения данной меры из-за сопротивления со стороны фондовых бирж, а также поскольку это может причинить вред миноритарным акционерам, ограничив их возможность по выходу их компании посредством продажи своих акций. Однако Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам был более суров при обеспечении исполнения Пункта 49 посредством приостановления IPO компаний, которые не соблюдали его положения, в частности компаний «Ойл Индия Лтд.» и НХПЦ.²⁸

113. Особо стоит отметить безуспешность попыток Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам в отношении предприятий с государственным участием, для которых применение Пункта 49 было особенно проблематичным. Бюрократические процессы увеличили расходы на соблюдение установленных требований, и большинство министерств, отвечающих за предприятия с государственным участием, не оценили преимущества документа по корпоративному управлению Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (Мишра, 2007 год).²⁹ В частности, государство не поддерживало идею о существенном количестве независимых директоров в составе советов директоров предприятий с государственным участием, что могло ослабить степень их влияния в стратегических компаниях (Афшарипур, 2009 год). Ведущие крупные предприятия с государственным участием доказывали, что они не считают необходимым включать независимых директоров в состав советов директоров, и что требование пункта 49

²⁸ Обеим компаниям было отказано в листинге в 2007 году по причине недостаточного количества независимых директоров.

²⁹ В 2007 году Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам публично пригрозил делистингом предприятию с государственным участием «Ойл энд Нэчурал Газ Кампани» (ОНГК / ONGC) за систематическое несоблюдение пункта 49 (Hindu Business Line («Хинду Бизнес Лайн»), 2007 год). Вскоре после того, как Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам возбудил производство против компании «ОНГК», в процесс вмешалось Министерство нефтяной промышленности и потребовало от Совета немедленно прекратить все производство в отношении компании «ОНГК», а также согласиться с тем, что для нефтегазовых предприятий с государственным участием потребуется «немного больше времени», чтобы обеспечить соблюдение Пункта 49 (Hindu («Хинду»), 2007 год). Хотя Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам отказался отступить от своих стандартов, крупные предприятия с государственным участием получили открытую поддержку Министерства нефтяной промышленности и Министерства по делам компаний, которые заняли их сторону (Мишра, 2007 год). Производство по делу было прекращено. На сегодняшний день несоблюдение Пункта 49 со стороны предприятий с государственным участием, продолжает негативно влиять на эффективность Пункта 49.

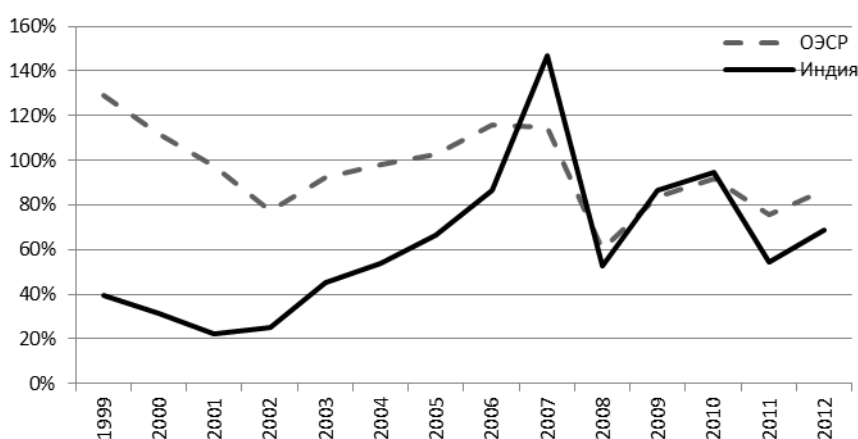
неприменимо к предприятиям с государственным участием. Их основной аргумент заключался в том, что процесс поиска и назначения независимых директоров был сложным и длительным, поскольку «правительство должно назначать этих директоров», имея в виду, что государство как собственник должно одобрять кандидатуры всех директоров предприятий с государственным участием (Business Standard («Бизнес стандарт»), 2008 год).

114. Таким образом, представляется, что Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам действительно взял на себя обязательство по продвижению наилучшей практики корпоративного управления в Индии, но его ограниченные полномочия и ресурсы, а также конкуренция со стороны Министерства по делам компании за лидерство в дебатах о корпоративном управлении в конечном итоге сократило потенциал Пункта 49. Запущенный в 2013 году Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам Отчет с консультациями по пересмотру Пункта 49 призван устранить существующие пробелы, но при условии, что новые положения будут соответствовать Закону о компаниях или будут содержать более строгие требования.

4.2. Роль фондовых бирж: Национальной фондовой биржи (NSE) и Бомбейской фондовой биржи (BSE)

115. В Индии есть две конкурирующих фондовых биржи. Бомбейская фондовая биржа была создана в 1875 году и является крупнейшей фондовой биржей, на которой зарегистрировано свыше 5 000 компаний. Национальная фондовая биржа, которая по состоянию на 2013 год насчитывала свыше 1 600 публичных компаний (см. Таблицу 3), была создана в 1992 году. У многих компаний, которые зарегистрированы на Бомбейской или Национальной фондовых биржах, есть либо незначительное количество акций, в отношении которых осуществляется торговля, либо такие акции отсутствуют вовсе. Такое большое количество компаний с низкой капитализацией на индийских фондовых биржах часто отмечается в качестве фундаментальной структурной проблемы индийских фондовых рынков.³⁰ Несмотря на большое количество публичных компаний, в показателях по капитализации рынка и по объемам торгов на биржах доминируют несколько крупных компаний. В 2012 году общая рыночная капитализация Бомбейской и Национальной фондовых бирж составила 1,3 трлн долл. США и 68% от ВВП Индии (Рисунок 4).

Рис. 4. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Индии и странах-членах ОЭСР



³⁰ Для сравнения Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) является крупнейшей в мире фондовой биржей по рыночной капитализации и объединяет около 2800 публичных компаний (<http://www.nyse.com/content/faqs/1050241764950.html>)

116. Обе фондовые биржи являются саморегулируемыми организациями, которые зарегистрированы и поднадзорны Совету Индии по ценным бумагам и фондовым биржам³¹. Пункт 49 был введен посредством требований листинга³², в основном благодаря гибкости Совета в отношении внесения в них изменений и дополнений.

117. Согласно индийским экспертам, которые были опрошены в рамках подготовки данного отчета, Бомбейская и Национальная фондовые биржи являлись скорее адресатами правил и надзорных мер со стороны Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, чем сторонниками и движущей силой усовершенствования корпоративного управления. Их участие в разработке Пункта 49 носило весьма ограниченный характер. Хотя фондовые биржи были вправе выходить за пределы правил листинга Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам и применять более строгие положения корпоративного управления по сравнению с Пунктом 49, они воздержались от этого. Конкурентная борьба за эмитентов (и, тем самым, плата за листинг и размер) превратились в «гонку уступок», когда фондовые биржи перестали выходить за пределы минимальных требований, установленных Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, что подтверждается их соответствующими правилами листинга. Более того, отсутствует общий интерес к премиальному сегменту из-за строгого и директивного характера Пункта 49, а также Закона о компаниях 2013 года.

118. Департаменты листинга Бомбейской и Национальной фондовых бирж наделены полномочиями по осуществлению мониторинга за соблюдением пунктом соглашений о листинге и по применению дисциплинарных мер вплоть до делистинга. Результаты проведенного нами анализа показывают, что делистинг редко практикуется на Бомбейской и Национальной фондовых биржах. В частности, данные, полученные от фондовых бирж, подтверждают, что не было зарегистрировано случаев делистинга исключительно по причине несоблюдения Пункта 49. В случаях, когда компании не соблюдают установленные требования и/или не подают ежеквартальные отчеты о соблюдении Пункта 49, фондовые биржи обычно приостанавливают торговлю их акциями, но не применяют свою крайнюю санкцию в виде делистинга. Однако приостановка торгов тоже применяется в исключительных случаях несоблюдения Пункта 49, например, в случае непредставления отчетов о соблюдении Пункта 49 в течение нескольких кварталов. Делистинг подразумевает неполучение фондовыми биржами соответствующей платы за листинг. Более того, фондовые биржи также считают, что несоблюдение Пункта 49 несоизмеримо с ущербом, который может быть причинен миноритарным инвесторам в результате делистинга. Также деятельность по осуществлению мониторинга и применению санкций сопряжена с дополнительными расходами для фондовых бирж, и последние заинтересованы в минимизации данных расходов.

119. В целом, представляется проблематичным, что из-за ограниченных ресурсов Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам полагается на фондовые биржи в плане осуществления мониторинга за соблюдением Пункта 49, в то время как фондовые биржи заинтересованы в том, чтобы выдать минимально возможный результат мониторинга. Безусловно, наиболее характерной и неукоснительно применяемой санкцией за несоблюдение компаниями Пункта 49 является санкция «назвать и пристыдить». Бомбейская и Национальная фондовые биржи публикуют подробные

³¹ Закон о Совете Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, 1992 год, № 15, Законы Парламента, 1992 год

³² Например, правила и процессы, которые должны соблюдать компании, чтобы стать и оставаться публичными компаниями на индийских фондовых биржах

списки компаний, которые не соблюдали положения Пункта 49 или не подавали своевременно свои отчеты о соблюдении Пункта 49.

4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения

120. Согласно индийским экспертам, которые были опрошены в рамках подготовки данного отчета, влияние прессы как движущей силы для повышению уровня соблюдения требований в сфере корпоративного управления постепенно увеличивалось в течение последнего десятилетия. Общественный интерес к вопросам корпоративного управления возрос, что было особо заметно после случая с компанией «Сатьям» в 2009 году.

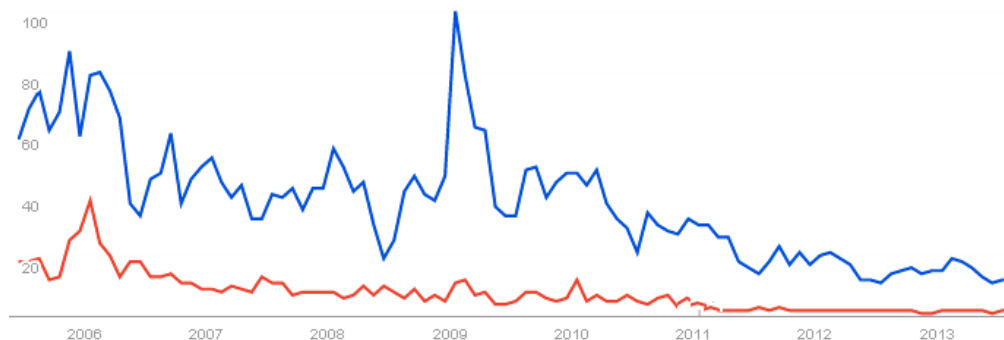
121. Важную роль сыграли местные поверенные агентства, а также развитие сети Интернет. Данные агентства публикуют на своих веб-сайтах результаты проведенного ими анализа в сфере корпоративного управления, которые легко доступны журналистам. Однако в целом средства массовой информации проявляли активность по вопросам корпоративного управления лишь при возникновении определенных обстоятельств. Статьи в прессе, отчеты и теле- и радиопередачи по вопросам корпоративного управления набирали обороты после крупных скандалов (Медора, 2012 год).

122. Результаты проведенного анализа подтверждают, что общественный интерес к вопросам корпоративного управления в значительной степени находится под влиянием крупных корпоративных скандалов, как, например, с компанией «Сатьям». Исторические данные Интернет-поисковика Google (Рисунок 5) подтверждают, что в Индии³³ интерес к поиску термина «корпоративное управление» стремительно вырос сразу же после инцидента с компанией «Сатьям» в 2009 году, после чего резко упал. Как ожидалось, интерес индийской общественности к Пункту 49 ниже, чем к корпоративному управлению в общем. Однако следует отметить, что в других странах³⁴ уровень интереса может быть на том же уровне или показывать, по крайней мере, незначительное расхождение. Также, хотя и есть общая взаимосвязь между поисковыми запросами по корпоративному управлению и по Пункту 49 со стороны индийского населения, данная взаимосвязь было ниже в ходе инцидента с компанией «Сатьям», что указывает на то, что Пункт 49 не является действенным справочным документом, к которому обращаются при возникновении вопросов в сфере корпоративного управления.

³³ Индекс 100 представляет пиковое значение поискового интереса. На первом графике показаны поисковые запросы, сделанные Интернет-пользователями в Индии по словам «корпоративное управление» (верхняя строка) и «Пункт 49» (нижняя строка)

³⁴ Например, в Колумбии

Рис. 5. Индия: количество поисковых запросов в Интернете по словам ‘корпоративное управление’ в динамике по времени



Источник: Google Trends («Гугл Трендс»)

123. Хотя ведущие газеты, такие как Economic Times («Экономик Таймс») начали публиковать более глубокие статьи по вопросам корпоративного управления, существует потребность в более стабильных отчетах. В целом, средства массовой информации являются влиятельным репутационным агентом в Индии (Медора и др., 2012 год), и согласно опрошенным индийским эмитентам ни одна компания не хочет создать себе имидж компании, неспособной соблюдать требования корпоративного управления.

4.4. Роль инвесторов

124. Одной из основных причин, почему кодекс, построенный на принципе «соблюдай или объясняй», не был выбран в качестве рабочего варианта в Индии, является концентрированная структура владения индийскими компаниями. Индийским и иностранным институциональным инвесторам в основном принадлежит лишь незначительный процент индийских фирм. Паевые инвестиционные фонды представляют собой крупнейшую группу институциональных инвесторов, которым принадлежит около 18% рыночной стоимости акций, зарегистрированных на бирже (Рисунок 6). Ни иностранные, ни внутренние институциональные инвесторы не сфокусированы на обеспечении исполнения наилучших стандартов корпоративного управления в компаниях, являющихся объектами их инвестиций (CELSA, 2012 год).

Рис. 6. Структура собственности индийских публичных компаний



Источник: InGovern (ИнГоверн) 2012 год

125. Результаты проведенных опросов и интервью о роли институциональных инвесторов в Индии в сфере корпоративного управления показывают, что обеспечение исполнения Пункта 49 вовсе не являлось первоочередным приоритетом для внутренних и иностранных институциональных инвесторов (Моханти, 2003 год). Безусловно, в исследовании подчеркивалось, что управляющие ПИФаами изучили практики корпоративного управления до того, как приняли решение об осуществлении инвестиций, но эти факторы не играли приоритетной роли в процессе принятия решений, поскольку цель управляющих заключалась лишь в максимальном увеличении доходов, полученных от их портфельных инвестиций. Управляющие ПИФаами очень хотели инвестировать в индийские компании, которые, как ожидалось, будут генерировать высокие доходы, даже когда было общеизвестно, что в этих компаниях слабо развиты практики корпоративного управления.

126. Десять лет спустя эксперты, которые были опрошены при подготовке данного отчета, предложили, чтобы индийские и иностранные институциональные инвесторы уже осознали, что это в их же интересах обеспечить наличие наилучшей практики корпоративного управления компаниях, являющихся объектами их инвестиций. Глобальный финансовый кризис безусловно выступил в качестве катализатора повышения уровня осведомленности. Издание Financial Times («Файненшл Таймс») цитирует высказывания видных инвесторов относительно их роли в корпоративном управлении в Индии, поскольку они подтверждают, что до финансового кризиса и инцидента с компанией «Сатьям» основным «вопросом на повестке дня» был финансовый рост. С тех пор корпоративное управление поднялось на верхние строчки повестки дня инвесторов (Financial Times («Файненшл Таймс»), август 2013 года).

127. Согласно компании «ИнГоверн» (InGovern), поверенной консалтинговой службе в Индии, в течение последних нескольких лет наблюдался незначительный феномен инвесторов, которые все в большей степени взаимодействовали с компаниями, являвшимися объектами их инвестиций, по вопросам корпоративного управления. Но, как утверждалось в недавнем отчете, сами по себе иностранные инвесторы вряд ли могут оказать существенное влияние на усовершенствование стандартов корпоративного управления (Кар, 2011 год). Поэтому внутренние паевые инвестиционные фонды должны играть более активную роль в усовершенствовании стандартов корпоративного управления посредством изучения ежеквартальных результатов, поскольку они формируют крупнейшую базу внутренних инвесторов.

128. Несмотря на отсутствие доказательств взаимодействия инвесторов с компаниями, являвшимися объектами их инвестиций, существует ряд свежих доказательств того, что инвесторы наказывают компании за ненадлежащее корпоративное управление. В конце июля 2013 года после спора, касающегося потенциальной номинации дочери контролирующего акционера в совет директоров «Йес Банка» (Yes Bank), реакция инвесторов получила свое выражение в падении цены акций. Хотя в течение того периода времени стоимость акций банков в целом упала на -20,9%, стоимость акций «Йес Банка» (Yes Bank) упала более чем в два раза на 44,7% (Рисунок 7).

Рис. 7. Индия: изменение цены акций 'ЙЕС Банка' (YES Bank) и 'Банка Нифти' (Bank Nifty)



Источник: анализ ОЭСР данных «Маниконтрол» (Moneycontrol; 2013 год)

4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях

129. После получения Индией независимости в 1947 году подавляющее большинство компаний было сконцентрировано в руках нескольких семей и в меньшей степени в руках государства (Чакрабарты и др., 2008 год). Контролирующие бизнес семьи осуществляли жесткий контроль в большинстве индийских компаний на протяжении нескольких поколений. Поэтому после принятия Пункта 49 были высказаны опасения относительно того, может ли этот документ действительно быть эффективным, учитывая сложившуюся структуру собственности. В частности, были опасения, что Пункт 49 не окажет положительного влияния на способ управления компаниями, поскольку члены советов директоров не смогут поставить под сомнение решения руководителей семейных фирм (Афшарипур, 2009 год).

130. Пункт 49 после введения в действие не встретил неприятия со стороны частного сектора. Соблюдение Пункта 49 не сопровождалось очевидными «реальными затратами» или недостатками для эмитентов в отсутствие надежного обеспечения исполнения установленных требований со стороны частного сектора и государства. Ведущие индийские компании, как, например, «Тата», «Инфосис» и другие, похвалили Кодекс за положительный знак инвесторам, но лишь несколько эмитентов смогли воздержаться от использования формального шаблонного подхода, согласно Азиатской ассоциации корпоративного управления (2012 год). Наиболее заметный пример шаблонного подхода касается положений, связанных с составом совета директоров и определением независимых директоров. В исследовании Кара (2011 год) говорится, что традиции и культурные ценности приводят к тому, что когда директора объявлены независимыми в соответствии с Пунктом 49, для подавляющего большинства у этих директоров фактически есть определенная моральная и иная связь с контролирующим акционером.

131. Согласно экспертам, опрошенным при подготовке данного отчета, компании не видят каких-либо преимуществ от соблюдения Пункта 49 ни в отношении улучшения результатов деятельности, ни в отношении доступа к капиталу. Конечно же, некоторые опрошенные эмитенты подтвердили, что они могут «меньше обращать внимание на дух положений Пункта 49», в частности, если это «обеспечит определенные преимущества в краткосрочной перспективе». Основная ожидаемая выгода от соблюдения Пункта 49 касается вопросов, связанных с престижем и имиджем. Контролирующие акционеры, в частности, семьи, пытаются выстроить уважаемые

империи, поэтому их имидж и репутация представляют особую важность (Блэк и Ханна, 2007 год). Несоблюдение Пункта 49 может стать предметом нежелательных газетных заголовков и потенциально рассердить инвесторов. По этой же причине соблюдение Пункта 49 в полном объеме (включая его необязательные положения) может быть использовано для корпоративной коммуникации.³⁵

4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций

132. Хотя отдельные эксперты частного сектора принимали участие в Комитете Бирлы, который разработал Пункт 49, нет каких-либо заслуживающих доверия ассоциаций, которые занимались бы вопросами по повышению уровня соблюдения Пункта 49. Опрошенные эксперты подчеркнули, что Индия все еще находится в процессе создания (более качественной) культуры корпоративного управления и ищет более всесторонних обсуждений с ассоциациями частного сектора, такими как Конфедерация индийских промышленников и Азиатская ассоциация корпоративного управления.

133. Несмотря на то, что Азиатская ассоциация корпоративного управления регулярно представляет сравнительные исследования и аналитические отчеты о состоянии корпоративного управления в Индии, все это не сильно способствует продвижению корпоративного управления и повышению уровня осведомленности в связанных с этой сферой вопросах (CELSA, 2012 год). Местные консалтинговые фирмы, поверенные консультанты и крупные бухгалтерские фирмы время от времени представляют эмпирические доказательства, участвуют в повышении уровня осведомленности и оказывают влияние на регуляторные органы. Например, некоторые из этих частных консультантов взаимодействуют с Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, предоставляя комментарии и оказывая влияние на политику с учетом вопросов, которые они наблюдают на рынке («ИнГоверн», 2013).

134. Недавняя инициатива консалтинговой компании «Хэй Груп» (Hay Group) по повышению уровня осведомленности в сфере корпоративного управления привела к смешанным результатам. Фирма учредила награду в сфере корпоративного управления «Лучшие советы директоров Индии». И хотя изначальная цель заключалась в совместном награждении десяти советов директоров, жюри под председательством Кумара Мангалама Бирлы приняло решение о том, что только пять советов директоров в реальности применяли наилучшую практику корпоративного управления и являются достойными кандидатами на получение награды (Economic Times («Экономик Таймс», 2013 год). Несмотря на все новые меры данных агентов по внесению положительных изменений, их влияние остается ограниченным и должно быть проанализировано по прошествии длительного периода времени.

4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов

135. Пример Индии подтверждает, что кодексы и правила корпоративного управления вряд ли могут оказать существенное влияние в отсутствие связанной (политической) поддержки. Роль Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам была ослаблена Министерством по делам компаний, которое предпринимало схожие меры по созданию различных собственных стандартов в

³⁵ Однако с течением лет может произойти положительный сдвиг в парадигме. В недавней статье в газете Financial Times («Файненшл Таймс», август 2013 года) отмечалось, что существует (слабо) повышающаяся осведомленность среди индийских эмитентов в отношении того, что сама компания сильно заинтересована в качественном корпоративном управлении. В частности, ожидается, что более молодое поколение контролирующих семей и корпоративных лидеров будет осуществлять реализацию наилучшей практики корпоративного управления в средне- и долгосрочной перспективах.

сфере корпоративного управления. Также Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам не смог эффективно осуществлять мониторинг и обеспечивать исполнение Пункта 49. Отсутствие сильных ассоциаций корпоративного управления, которые могли бы и хотели бы продвигать Пункт 49, отсутствие активных инвесторов, а также достаточно пассивная роль конкурирующих между собой фондовых бирж – все это обусловило неэффективность Пункта 49.

IV. КОЛУМБИЯ: НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОДЕКС (CÓDIGO PAÍS)

1. Основные этапы развития

136. До 2001 года в Колумбии не было кодексов корпоративного управления. В начале 2001 года Колумбийская конфедерация торговых палат (Конфекамарас) при поддержке Центра международного частного предпринимательства (CIPE), Международной финансовой корпорации (IFC), Банка развития стран Латинской Америки (CAF) и ОЭСР инициировала программу по продвижению наилучшей практики корпоративного управления. Цель программы заключалась в создании осведомленности в важности корпоративного управления для экономического развития страны посредством диалога и обучения. Представители Инспекции по ценным бумагам (Супервалорес)³⁶ приняли активное участие в обсуждении (ОЭСР, 2007 год).

137. В целях развития фондовых рынков Колумбии Инспекция приняла Постановление № 275 в мае 2001 года. В нем предусмотрено, что эмитенты, желающие получить инвестиции из обязательных пенсионных фондов, должны принять (свои собственные) кодексы корпоративного управления. Постановление № 275 также устанавливает ограничение для местных пенсионных фондов, в соответствии с которым они могут инвестировать денежные средства только в тех эмитентов, которые разработали кодекс корпоративного управления. В результате свыше 91% выпусков ценных бумаг в период с 2002 года по 2004 год было проведено компаниями, в которых были приняты кодексы корпоративного управления (Дель Валль и Карвахал, 2005 год). Постановление № 275 стало краеугольным камнем в сфере корпоративного управления в стране (Инспекция по ценным бумагам, 2001 год).

138. В конце 2001 года Колумбийская конфедерация торговых палат сформировала Комитет, состоящий из различных представителей частного сектора, пенсионных фондов и Колумбийской фондовой биржи, чтобы во исполнение Постановления № 275 создать модельный Кодекс, который эмитенты могли бы брать за основу при создании своих собственных кодексов корпоративного управления. Кодекс Колумбийской конфедерации торговых палат увидел свет в начале 2002 года. Он был основан на Принципах корпоративного управления ОЭСР и практиках, которые существуют в развитых странах. Кодекс состоит из семи глав: i) права акционеров и равное отношение к акционерам; ii) совет директоров; iii) прозрачность информации и раскрытие финансовой информации; iv) заинтересованные лица и корпоративная социальная ответственность; v) правила о генеральном директоре; vi) конфликты интересов, и vii) механизмы альтернативного разрешения споров.

139. В 2005 году Конгресс Колумбии принял новый Закон о рынке ценных бумаг (Закон № 964 2005 года), в котором было закреплено несколько правил корпоративного управления, что привело к сужению сферы, подпадавшей под добровольное саморегулирование. Соответствующие положения касались, в частности, следующих вопросов, например: требование о том, чтобы независимые директора составляли как минимум 25% от состава совета директоров, обязательные аудиторские комитеты, где большинство членов независимые, раскрытие соглашений акционеров,

³⁶ Сейчас это Финансовое управление (Суперфинансьера), которое является результатом слияния Инспекции по ценным бумагам и Инспекции по банкам.

советы директоров обязаны отвечать в письменной форме на любые предложения, представленные акционерами, владеющими в совокупности не менее 5% акций.

140. К 2005 году большинство эмитентов приняло собственные кодексы корпоративного управления. Поскольку данные кодексы в разных компаниях отличались друг от друга, сравнение соответствующих практик представлялось затруднительным. Финансовое управление (Суперфинансьера) осознано необходимость в поиске подходящей модели корпоративного управления, которая немного ослабила бы жесткий подход, созданные новым Законом о рынке ценных бумаг, и стимулировала бы сопоставимое саморегулирование. Поэтому Финансовое управление (Суперфинансьера) предложило Колумбийской конфедерации торговых палат (Конфекамарас) и ряду колумбийских деловых ассоциаций пересмотреть и обновить колумбийскую систему корпоративного управления. Инспекция по ценным бумагам объяснила, что основная проблема заключалась в создании единого центрального стандарта корпоративного управления и продолжении постепенного повышения культуры корпоративного управления и рыночных инициатив (Инспекция по ценным бумагам, 2005 год).

141. Комитет начал работу в конце 2005 году между Финансовым управлением (Суперфинансьера), Колумбийской конфедерацией торговых палат (Конфекамарас), Колумбийской фондовой биржей, Analdex («Аналдекс», экспортными компаниями), Asofiduciarias («Асофидуариас», трастовыми компаниями), Asofondos («Асофондос», пенсионными фондами), ANDI (Национальная ассоциация бизнеса Колумбии), CAF (Банк развития стран Латинской Америки) и Fasescolda («Фасеколда», страховыми компаниями). Комитет изучил опыт различных стран и пришел к выводу, что национальный кодекс, основанный на принципе «соблюдай или объясняй», может помочь Колумбии в достижении своих целей: достичь консенсуса в рамках частного сектора посредством проведения диалога в процессе разработки национального кодекса и стимулировать саморегулирование в сфере корпоративного управления на рынке (ОЭСР, 2007 год). Появившийся в результате Национальный кодекс (Código País) должен был стать эталоном и образцом отчетности³⁷, в котором был бы предусмотрен метод, поощряющий подготовку однородных отчетов, чтобы инвесторы, регуляторный орган и иные пользователи могли бы проводить сравнительный анализ по компаниям и оценивать развитие уровня соблюдения кодекса во времени.

142. Процесс подготовки Национального кодекса был четко оговорен в руководящих принципах (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2007 год):

- Необходимо сделать упор не на создании большого количества правил, а на усовершенствовании обеспечения исполнения кодекса;
- Модель должна основываться на саморегулировании;
- Положения Кодекса должны быть четко сфокусированы на корпоративном управлении (а не на вопросах управления или финансирования), и
- Кодекс не должен включать практики, которые уже предусмотрены законами или нормативными актами.

143. После ряда заседаний Комитет выпустил Кодекс, основанный на принципе «соблюдай или объясняй», с 41 наилучшей практикой в четырех сферах, предложенных для всех эмитентов.

³⁷ Опросник из 79 вопросов, который должен быть заполнен эмитентами (см. Раздел *Структура корпоративного управления*).

Финансовое управление (Суперфинансьера) формально приняло Национальный кодекс через Внешний циркуляр № 28 2007 года и предусмотрело обязательность отчетности о соблюдении Кодекса. Параллельно с этим был принят Внешний циркуляр № 55 2007 года. Он был адресован пенсионным фондам и предусматривал, что эти фонды обязаны включать в свои инвестиционные решения информацию о соблюдении Национального кодекса (Инспекция по ценным бумагам, 2007 год).

144. Следует также отметить, что хотя кодекс и базировался на принципе «соблюдай или объясняй», до 2011 года представление объяснений в отношении несоблюдения Кодекса было исключительно добровольным. Допускалось просто раскрывать факт несоблюдения Кодекса без указания каких-либо причин. Внешний циркуляр № 7 2011 года внес соответствующие изменения и сделал представление объяснений в отношении несоблюдения Кодекса обязательным.

2. Структура корпоративного управления

145. Текущая структура корпоративного управления в Колумбии в значительной степени состоит из Коммерческого кодекса 1971 года, Закона о рынке ценных бумаг 2005 года, Национального кодекса, а также административных положений Финансового управления (Суперфинансьера).

146. Коммерческий кодекс (Указ № 410 1971 года) содержит общую структуру корпоративного и коммерческого контрактного права. Основные положения, регулирующие вопросы корпоративного управления в акционерных обществах (Раздел VI Коммерческого кодекса), включают в себя положения:

- Об акционерах (Статья 374 и далее): акционерные общества не могут быть созданы или действовать при наличии менее пяти акционеров, а также акционеру не может принадлежать более 95,99% уставного капитала компании. Акционеры несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, исключительно в пределах стоимости внесенных ими вкладов
- Об органах управления (т.е. о совете директоров и руководителе): органы управления не могут самостоятельно или через третьих лиц передавать или приобретать акции этой же компании пока они занимают соответствующие должности, за исключением операций, которые не связаны со спекулятивными сделками и которые совершаются с одобрения совета директоров (Статья 404). Компетенция совета директоров должна быть предусмотрена в уставе. Совет директоров должен состоять как минимум из трех членов, у каждого из которых должно быть замещающее его лицо (Статья 434). В совете директоров большинство членов не может состоять из лиц, связанных между собой посредством брачных отношений, семейных отношений до третьей степени кровного родства или второй степени родственных отношений или первой степени гражданских отношений, за исключением компаний, считающихся семейными концернами. В случае избрания совета директоров в нарушение указанного правила, новый совет директоров признается неправомочным, а предыдущий совет продолжает выполнять свои функции (Статья 435). Совет директоров назначает руководителя и наделяет его полномочиями в соответствии с уставом. Лица, чьи имена указаны в соответствующих торговых реестрах в качестве руководителя и помощника руководителя являются законными представителями компании (Статья 442)

147. Закон о рынке ценных бумаг 2005 года (Закон № 964 2005 года) в основном регулирует следующие вопросы корпоративного управления, которые являются обязательными для всех эмитентов:

- Независимые директора должны составлять не менее 25% от числа членов совета директоров
- Аудиторские комитеты, состоящие как минимум из трех директоров, являются обязательными, при этом большинство директоров в аудиторском комитете, а также президент комитета должны быть независимыми
- Законный представитель компании (например, генеральный директор) не может совмещать функции председателя совета директоров
- Совет директоров должен направлять письменные ответы акционерам, владеющим в совокупности 5% акций
- Финансовые отчеты должны быть заверены законными представителями компании

148. Национальный кодекс описывает 41 наилучшую практику в четырех сферах (собрания акционеров, совет директоров, раскрытие финансовой и нефинансовой информации, а также разрешение споров). Приложение 2 содержит подробный перечень рекомендаций, которые выходят за пределы установленных законом требований (ОЭСР, 2009 год).³⁸

149. Отчеты о соблюдении Национального кодекса должны представляться всеми эмитентами ценных бумаг посредством заполнения опросников, разработанных Финансовым управлением (Суперфинансьера). В опроснике 79 вопросов следуют за описанием 41 наилучшей практики (прямой перевод – «меры»³⁹), и на каждую меру приходится один или несколько вопросов. Во Врезке 3 для наглядности приводится выдержка из отчета компании Bancolombia⁴⁰ («Банколумбия»).

150. Национальный кодекс тем самым создает стандарты корпоративного управления в Колумбии, и компании вправе либо соблюдать их, либо игнорировать. В любом случае эмитенты должны ежегодно сообщать о соблюдении Кодекса или объяснять причины его несоблюдения, используя формат опросника, разработанного Финансовым управлением (Суперфинансьера), с помощью которого для рынка раскрывается информация о практиках, принятых компаниями. Финансовое управление (Суперфинансьера), используя свои лучшие способности, контролирует качество и достоверность информации, содержащейся в отчетах, а также публикует ежегодные отчеты по мониторингу всего рынка, которые включают в себя статистические данные и рейтинги. Однако именно рынок награждает или наказывает каждого эмитента за его модель корпоративного управления.

³⁸ Например, в отношении совета директоров Кодекс рекомендует создать дополнительные комитеты, например, Комитет по номинациям и Комитет по вопросам корпоративного управления. В отношении собраний акционеров Кодекс рекомендует, например, использовать специально выделенный веб-сайт для удобного и своевременного раскрытия необходимой информации.

³⁹ В испанском языке это слово *medidas*.

⁴⁰ Полный отчет за 2012 год доступен по ссылке:
<http://www.grupobancolombia.com/webcorporativa/governance/pdf/encuestaCodigoPais.pdf>.

Врезка 3. Выдержка из отчета о проверке компании Bancolombia («Банколомбия») о соблюдении Национального кодекса

ОБЗОР ПО НАИЛУЧШЕЙ ПРАКТИКЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В СООТВЕТСТВИИ С НАЦИОНАЛЬНЫМ КОДЕКСОМ - КОЛУМБИЯ

Bancolombia S.A. («Банколомбия С.А.»)

Эмитент NIT 890903938-8

Ф.И.О. законного представителя: Рикардо Маурисио Росилло Рохас

ID. CC.80.417.151

Период оценки: 31122012

Организационно-правовая форма: общество с ограниченной ответственностью

Код лица, присвоенный Финансовым управлением: 1 - 7

I. ОБЩИЕ СОБРАНИЯ АКЦИОНЕРОВ

Вопрос 1: Была ли предоставлена акционерам необходимая документация по основным вопросам повестки дня последнего собрания акционеров в срок, указанный в уведомлении о созыве собрания? (Первая мера)

ДА ☒ НЕТ

Объяснение: При проведении собрания акционеров в 2012 году акционерам был предоставлен доступ ко всей необходимой для собрания документации по месту нахождения основного офиса компании в течение срока, указанного в уведомлении.

Источник: Bancolombia («Банколомбия»)

151. Наконец, структура корпоративного управления подкрепляется решениями Финансового управления (Суперфинансьера). Они принимаются в форме Внешних циркуляров. Основные решения по вопросам корпоративного управления включают:

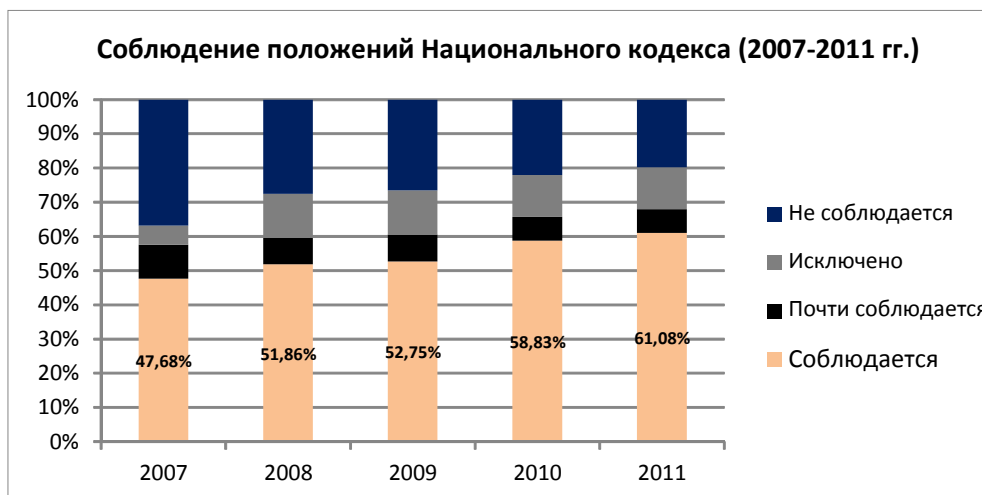
- Внешний циркуляр № 28 2007 года, который предусматривает требование о предоставлении отчетности о соблюдении Национального кодекса.
- Внешний циркуляр № 55 2007 года, который касается пенсионных фондов и обязывает их включать в свои инвестиционные решения информацию о соблюдении Национального кодекса.
- Внешний циркуляр № 7 2011 года, который обязывает эмитентов представлять объяснения в случае несоблюдения положений Национального кодекса.

3. Эффективность Кодекса корпоративного управления

152. Национальный кодекс стал центральным документом для наилучшей практики корпоративного управления в Колумбии и является эффективным дополнением правовой структуры (ОЭСР, 2009 год). Он является интересным примером успешного кодекса, базирующегося на принципе «соблюдай или объясняй», в стране, для которой характерна структура концентрированного владения. В общем, он достиг свои цели по созданию гибкого инструмента саморегулирования, который широко используется эмитентами (см. подраздел 4.3.), в отношении которого осуществляется мониторинг и обеспечивается исполнением со стороны инвесторов, в частности, пенсионных фондов (см. подраздел 4.4.).

153. Требования об отчетности по соблюдению Национального кодекса позволяют рынку получить сопоставимую информацию о практиках эмитентов, а также осуществлять мониторинг в динамике по времени. Национальный кодекс также оказал образовательное влияние, сделав тем самым вклад в развитие устойчивой культуры корпоративного управления⁴¹. Наконец, в колумбийских компаниях вырос уровень наилучшей практики корпоративного управления, что подтверждается данными, содержащимися в годовых отчетах по мониторингу регуляторного органа (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2011 год).

Рис. 8. Соблюдение положений Национального кодекса (2007-2011 гг.)



Источник: Проведенный ОЭСР анализ данных Финансового управления (Суперфинансьера) за 2007-2011 гг.

154. Данные Финансового управления (Суперфинансьера) по мониторингу подтверждают растущую тенденцию к соблюдению Национального кодекса в период 2007-2011 гг., при этом за последние пять лет общий рост составил 13,4 процентных пункта (Рис. 8). По информации Финансового управления (Суперфинансьера) указанный наблюдавшийся рост отражает истинное стремление эмитентов к усовершенствованию их практик корпоративного управления (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2011 год).

155. На первый взгляд, уровень соблюдения Национального кодекса (61%) в 2011 году уступает показателям основных европейских кодексов корпоративного управления. Совет по финансовой отчетности сообщает о среднем уровне соблюдения (97%⁴²) положений кодекса корпоративного управления Великобритании (Совет по финансовой отчетности, 2012 год), в то время как в Германии (Берлинский центр корпоративного управления, 2013 год) и Испании (Национальная комиссия по рынку ценных бумаг, 2012 год) 80,7% и 81,3% эмитентов соблюдают свои кодексы корпоративного управления соответственно. Однако, отчет Финансового управления (Суперфинансьера) охватывает 160 компаний, из которых более 50% не осуществляют торговлю своими акциями на фондовой бирже⁴³. Ежегодный рост уровня соблюдения кодекса

⁴¹ См. анализ ключевых факторов в последующих разделах в отношении показателей и комментариев опрошенных лиц.

⁴² 350 компаний, включенных в индекс FTSE (Financial Times Stock Exchange).

⁴³ Компании с ценными бумагами, зарегистрированными в Национальном реестре ценных бумаг, часто являющиеся эмитентами корпоративных облигаций.

корпоративного управления в значительной степени превосходит относительно маржинальный рост, который наблюдается в развитых странах. Например, в Германии в 2007-2011 гг. наблюдался даже небольшой спад -1,2%.

156. Согласно Финансовому управлению (Суперфинансьера), совокупный анализ объяснений, представленных колумбийскими компаниями в случае несоблюдения ими Национального кодекса, также может считаться обнадеживающим, поскольку большинство компаний сообщили о своих намерениях продолжить работу в направлении усовершенствования соблюдения Национального кодекса в следующем году (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2011 год). В целом, наблюдавшийся рост наилучшей практики корпоративного управления может рассматриваться в качестве важного достижения, в частности, для кодекса, основанного на принципе «соблюдай или объясняй», на рынке страны с развивающейся экономикой с гораздо более короткой историей корпоративного управления.

157. В отличие от ситуации в Европе, ни одна из колумбийских компаний не заявила о полном соблюдении Национального кодекса. Компании, находящиеся в верхних строках рейтинга по соблюдению Национального кодекса, показывают уровень соблюдения на уровне 92,7% (Таблица 4).

Таблица 4. Колумбия: ведущие 10 компаний по уровню соблюдения Национального кодекса

Компания	Уровень соблюдения
GRUPO NUTRESA S.A. («ГРУПО НУТРЕЗА С.А.»)	92,7%
SOCIEDADES BOLIVAR S.A. («СОСИЕДАДЕС БОЛИВАР С.А.»)	92,7%
ISAGEN S.A. E.S.P. («ИСАГЕН С.А. Е.С.П.»)	92,7%
RENTING COLOMBIA S.A. («РЕНТИНГ КОЛАМБИА С.А.»)	90,2%
LEASING BOLIVAR S.A. CF («ЛИЗИНГ БОЛИВАР С.А. СФ»)	90,2%
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A. («БОЛСА ДЕ ВАЛОРЕС ДЕ КОЛОМБИА С.А.»)	90,2%
BANCOLOMBIA S.A. («БАНКОЛОМБИА С.А.»)	87,8%
BANCAMÍA S.A. («БАНКАМИА С.А.»)	87,8%
BANCA DE INVERSIÓN BANCOLOMBIA S.A. («БАНКА ДЕ ИНВЕРСИОН BANCOLOMBIA С.А.»)	87,8%
FACTORING BANCOLOMBIA S.A. CF («ФАКТОРИНГ BANCOLOMBIA С.А. СФ»)	87,8%

Источник: расчеты ОЭСР, основанные на данных, полученных от Финансового управления (Суперфинансьера) (2011 г.)

158. Участники рынка, которые были опрошены в процессе подготовки данного отчета, в целом удовлетворены качеством раскрытой информации о соблюдении Национального кодекса, хотя они спорят о том, что объяснения некоторых компаний должны быть более проработанными. Также следует отметить, что отчеты о корпоративном управлении не проходят проверку, поэтому нельзя гарантировать их достоверность, поскольку Финансовое управление (Суперфинансьера) не может контролировать все вопросы по каждой компании. Однако регуляторный орган активно настроен на проверку достоверности сделанных заявлений, в частности, в случаях, вызывающих подозрения, и регулярно общается с отдельными компаниями (ОЭСР, 2009 год). Разумеется, эта проблема характерна для огромного количества иных стран, принявших кодексы, основанные на принципе «соблюдай или объясняй» (Ваимерш, 2013).

159. Регуляторный орган и основные ассоциации частного сектора намерены продолжить обновлять кодекс с учетом изменяющихся экономических реалий и наилучшей практикой корпоративного управления (Колумбийская фондовая биржа, 2011 год). Хотя 41 мера,

предусмотренная Национальным кодексом, не претерпела изменений, к 2014 году ожидается небольшая корректировка, говорят опрошенные участники рынка.

160. В предыдущих отчетах (ОЭСР, 2007 год) отмечалась (и это также подчеркивалось опрошенными экспертами) важная роль Финансового управления (Суперфинансьера) в создании эффективного Кодекса. Результатом всеобъемлющего подхода регуляторного органа стала сильная поддержка со стороны всех участвующих лиц, что сформировало необходимую базу для успешного саморегулирования.

4. Анализ ключевых факторов

В следующих подразделах содержится более подробный анализ основополагающих ключевых факторов, которые способствовали эффективности Национального кодекса. Роли различных участников раскрывают основные факторы, которые обусловили успех Кодекса.

4.1. Роль органа, отвечающего за Кодекс корпоративного управления: Финансового управления (Суперфинансьера)

161. Финансовое управление (Суперфинансьера) возникло в 2005 году в результате слияния⁴⁴ Инспекции по банкам и Инспекции по ценным бумагам Колумбии. Это технический орган при Министерстве финансов, обладающий правовой, административной и финансовой автономией и собственными источниками финансирования. Он осуществляет надзор и контроль за деятельностью на финансовом, фондовом и страховом рынках.

162. Финансовое управление (Суперфинансьера) взяло на себя руководство разработкой Национального кодекса и активно взаимодействовало с ведущими ассоциациями частного сектора. Заявленная цель регуляторного органа заключалась в сбалансированном регулировании и саморегулировании для обеспечения долгосрочного укрепления фондового рынка Колумбии (ОЭСР, 2007 год). Эксперты рынка отмечали, что Финансовое управление (Суперфинансьера) всегда являлось уважаемым регуляторным органом с сильно развитыми «способностями по мобилизации ресурсов». В этом качестве этот орган лучше других мог выполнить функцию по руководству и координации ассоциаций частного сектора. Эксперты, участвовавшие в процессе разработки Кодекса, подчеркивали, в частности, что долгосрочное обязательство Финансового управления (Суперфинансьера) по созданию функционирующего саморегулируемого документа и его способность⁴⁵ учесть интересы различных групп позволили ему сделать существенный вклад в успех Кодекса.

163. Помимо роли по разработке Национального кодекса Финансовое управление (Суперфинансьера) осуществляло обширные мероприятия по мониторингу рынка с 2007 года. Регуляторный орган ежегодно издавал соответствующие отчеты по результатам мониторинга. Это были высококачественные последовательные отчеты, которые обеспечили эффективный

⁴⁴ Как предусмотрено в Статье 1 Указа № 4327 2005 года.

⁴⁵ Следует отметить, что все группы и ассоциации, участвовавшие в разработке Кодекса, прошли через публичную процедуру его принятия. Также на титульной странице Кодекса перечислены названия основных организаций, которые приняли участие в его разработке: ANDI (Национальная ассоциация бизнеса Колумбии), Asobancaria (Ассоциация финансового сектора), Asofiduciarias (Ассоциация фидуциариев), Asofondos (Ассоциация администраторов пенсионных фондов), Bolsa de Valores de Colombia (Колумбийская фондовая биржа), Confecámaras (Колумбийская ассоциация торговых палат), Fasecolda (Колумбийская ассоциация страховщиков), Superintendencia Financiera de Colombia (Финансовое управление Колумбии).

мониторинг прогресса в динамике по времени. Финансовое управление (Суперфинансьера) также публиковало все данные и результаты мониторинга в качестве приложений в формате электронных таблиц, чтобы инвесторы, аналитики и иные заинтересованные лица могли использовать их для своих аналитических исследований. После публикации каждого ежегодного отчета по мониторингу распространялся официальный пресс-релиз (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2011 год). Финансовое управление (Суперфинансьера) также регулярно проводило индивидуальные встречи с эмитентами для консультирования эмитентов, подтверждения отдельных данных в отчетах и содействия в повышении качества их отчетов (ОЭСР, 2009 год). Данные меры потребовали вовлечения необходимого времени и ресурсов. По имеющейся информации бюджет регуляторного органа⁴⁶ является достаточным, и каждый год необходимые средства выделяются на осуществление мониторинга за соблюдением Национального кодекса.

164. В отношении обеспечения исполнения Национального кодекса регуляторный орган может налагать административные штрафы за несоблюдение требований о представлении отчетности. Однако, это задача рынка (а не регуляторного органа) обеспечить принудительное соблюдение положений Кодекса, поскольку это кодекс, который основан на принципе «соблюдай или объясняй», который призван способствовать гибкости в применении его положений.

4.2. Роль Колумбийской фондовой биржи (BVC)

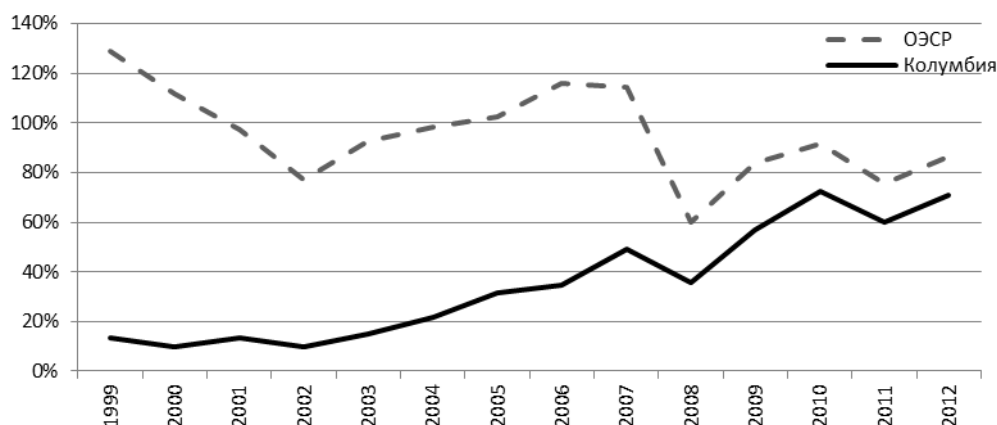
165. В Колумбии существовало три различных фондовых рынка (Богота, Медельин, Оксиденте) до их объединения в июле 2001 года. Возникшая в результате этого объединения биржа – Bolsa de Valores de Colombia («Болса де Валорес де Колумбия») – является единственной Колумбийской фондовой биржей на сегодняшний день⁴⁷. В 2012 году рыночная капитализация достигла 262 млн долл. США после совокупного среднегодового роста в 39% в период 2002-2012 гг. В 2012 году рыночная капитализация составила около 70% от ВВП (Рис. 9).

166. С течением лет после объединения на Колумбийской фондовой бирже количество совершаемых на ней сделок выросло, повысилась прозрачность информации и усилилась динамика. Колумбийская фондовая биржа внесла основной вклад в разработку Национального кодекса, а также активно продвигала его применение среди эмитентов с помощью публикаций, открытых семинаров и индивидуальных встреч с руководителями компаний.

⁴⁶ 73,5 млн долл. США в 2012 году, что эквивалентно сумме в колумбийских песо, опубликованной в Годовом отчете Финансового управления.

⁴⁷ Колумбийская фондовая биржа также присоединилась к фондовым биржам Сантьяго и Лимы в целях создания Единого латиноамериканского рынка (MILA), чтобы увеличить диапазон возможностей и ликвидности, доступных для эмитентов и инвесторов, а также создать альтернативу более крупным бразильским и мексиканским рынкам.

Рис. 9. Капитализация рынка в процентах от ВВП в Колумбии и странах-членах ОЭСР



Источник: Показатели Всемирного Банка, 2013 год

167. Даже до принятия Национального кодекса фондовая биржа играла ведущую роль в продвижении наилучшей практики корпоративного управления среди эмитентов. В 2002 году биржа запустила свою первую программу по усовершенствованию корпоративного управления вместе с Межамериканским банком развития (IADB). Первый шаг в рамках этой программы заключался в проведении опроса по корпоративному управлению среди компаний, зарегистрированных на бирже. Результаты проведенного опроса распространялись на открытых семинарах и в обсуждениях с руководителями компаний. Эти опросы рассматриваются в качестве предшественников сегодняшнего подхода исследования отчетности о соблюдении Национального кодекса. Также в продолжение уроков, извлеченных при проведении опросов, биржа разработала план по усовершенствованию корпоративного управления, который был реализован в рамках пилотного проекта с участием 10 эмитентов в 2005 году (ОЭСР, 2007 год).

168. В тот же год Колумбийская фондовая биржа запустила программу Colombia Capital⁴⁸ («Колумбийский капитал») с целью обучения компаний, инвесторов и местных консультантов вопросам функционирования фондовых рынков и повышения уровня их осведомленности в преимуществах применения наилучших практик корпоративного управления. В рамках этой программы проходило активное обсуждение Национального кодекса. В 2009 году было опубликовано подробное Руководство по Национальному кодексу (Колумбийская фондовая биржа, 2009 год), чтобы объяснить его цели и основополагающие принципы, проконсультировать по вопросам применения Кодекса и убедить эмитентов в преимуществах соблюдения Кодекса.

169. Кроме того, акции Колумбийской фондовой биржи проходят листинг на этой же самой бирже и подают пример в отношении наилучших практик корпоративного управления. Она также размещает на своем веб-сайте обширную отчетность о своей практике. Уровень соблюдения Национального кодекса Колумбийской фондовой биржей составил 90,2% в 2011 году, что позволило ей занять шестое место среди всех компаний (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2011 год).

⁴⁸ Данная программа получила техническую поддержку от Межамериканского банка развития и работает с Финансовым управлением, ANDI (Национальной ассоциацией бизнеса Колумбии), Asofondos (Ассоциацией администраторов пенсионных фондов), Proexport (Проекспорт, Правительственный торговый департамент Колумбии), (Торговые палаты Боготы, Кали, Медельина, Букараманги и Десеваля)

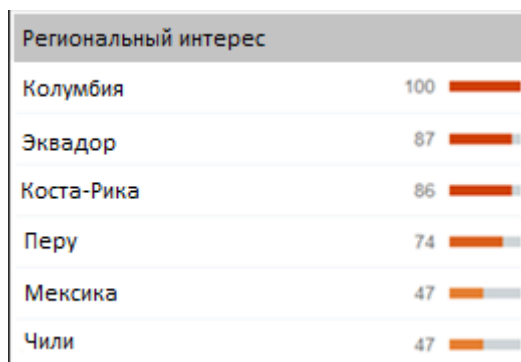
170. Биржа применяет правила листинга, разработанные Финансовым управлением (Суперфинансьера), которые требуют от эмитентов представлять годовой отчет по корпоративному управлению (Колумбийская фондовая биржа, 2013 год). Однако не было зарегистрировано случаев делистинга исключительно по причине несоблюдения указанного требования.

4.3. Роль средств массовой информации и общественного мнения

171. Согласно колумбийским экспертам влияние средств массовой информации на эффективность Национального кодекса было незначительным. Отсутствие отчетов и данных по предмету лишь подчеркивает это утверждение. На протяжении многих лет колумбийские деловые журналисты были сфокусированы на макроэкономических вопросах и лишь недавно они начали уделять больше внимания корпоративным вопросам («Бизнес Йер», 2013 год). Согласно обозревателям рынка, после недавнего глобального финансового кризиса знания и интересы деловых журналистов в вопросах корпоративного управления стали расширяться, а международная осведомленность в сфере корпоративного управления тоже стала повышаться в течение этого периода. Хотя Финансовое управление (Суперфинансьера) издавало пресс-релизы о своих ежегодных отчетах о результатах мониторинга соблюдения Национального кодекса в 2010 и 2011 гг., в деловой и финансовой прессе встречались лишь очень редкие комментарии на эту тему.

172. Интересно, что исторические данные Интернет-поисковика Google подтверждают, что в Колумбии относительный общественный интерес к вопросам корпоративного управления является наивысшим по сравнению с другими странами Латинской Америки. За последние десять лет относительный общественный интерес к “*gobierno corporativo*”⁴⁹ в Колумбии, зарегистрированный Google Trends («Гугл Трендс») был наивысшим в регионе (Таблица 5).

Таблица 5. Региональные результаты относительного интереса в ‘gobierno corporativo’ (корпоративном управлении)



Источник: Google Trends («Гугл Трендс»)

173. Важно подчеркнуть, что высокий уровень общественной осведомленности в вопросах корпоративного управления и Национальном кодексе не является заслугой средств массовой информации, а скорее результатом усилий по повышению уровня осведомленности, проводившихся Финансовым управлением (Суперфинансьера), Колумбийской фондовой биржей, а также рядом учреждений и ассоциаций.

⁴⁹ Корпоративное управление (исп.).

4.4. Роль инвесторов

174. Институциональные инвесторы, в частности, пенсионные фонды, играли ключевую роль в усовершенствовании корпоративного управления в колумбийских компаниях, поскольку они являются крупнейшими и наиболее влиятельными миноритарными акционерами (ОЭСР, 2011 год). У институциональных инвесторов, так же как и у миноритарных акционеров в стране, для которой характерны структуры с высококонцентрированной собственностью, есть очевидный интерес в том, чтобы эмитенты соблюдали наилучшие практики корпоративного управления, в частности, если последние допускают защиту интересов миноритарных акционеров.

175. Внешний циркуляр № 55 2007 года прямо предусматривал, что пенсионные фонды обязаны включать в свои инвестиционные решения информацию о соблюдении Национального кодекса и раскрывать информацию о придаваемой ими важности вопросам оценки системы корпоративного управления в компании, являющейся объектом инвестирования средств (ОЭСР, 2008 год). Данное требование в отношении принятия во внимание Кодекса было нацелено на продвижение роли инвесторов как активных и информированных собственников и являлось ключом к созданию функционирующего саморегулируемого документа. В Отчете ОЭСР об *усилении корпоративного управления в странах Латинской Америки: роль институциональных инвесторов* (ОЭСР, 2011 год) рассматривался колумбийский опыт по введению кодекса, базирующегося на принципе «соблюдай или объясняй», параллельно с корреспондирующим требованием о том, что пенсионные фонды обязаны учитывать соблюдение этого кодекса в качестве достойной упоминания практики.

176. До введения в действие Национального кодекса у пенсионных фондов уже была обязанность осуществлять инвестиции лишь в те компании-эмитенты, которые приняли кодекс корпоративного управления (согласно Постановлению № 275 2001 года). Однако в каждой компании был свой кодекс корпоративного управления, поэтому инвесторам было сложно сравнивать практики корпоративного управления между компаниями. Национальный кодекс и его формат гармонизированной отчетности позволили инвесторам проводить сравнительный анализ и дифференцировать компании с наилучшими практиками корпоративного управления и компании, в которых практики корпоративного управления недостаточно развиты. Безусловно, опрошенные управляющие фондов считают, что инкорпорировать сопоставимую информацию о корпоративном управлении в свои модели для инвестиционного анализа не так уж и сложно. Следует напомнить, что Национальный кодекс был совместно разработан и принят с участием Asofondos («Асофондос»), Колумбийской ассоциацией пенсионных фондов. По имеющейся информации, предпочтения инвесторов в отношении раскрытия информации о кодексе были учтены.

177. Финансовое управление (Суперфинансьера) провело обзор в отношении использования пенсионными фондами Национального кодекса в 2008 году и пришло к выводу, что важный прогресс, который был достигнут, заключался в том, что большинство пенсионных фондов разработало критерии весов в отношении уровня соблюдения Национального кодекса, которые учитывались в их инвестиционных решениях (ОЭСР, 2009 год). Согласно опрошенным экспертам некоторые пенсионные фонды взаимодействуют с компаниями, являющимися объектами инвестирования средств, посредством задавания вопросов или истребования более подробной информации о соблюдении Национального кодекса. Однако это не является обычной практикой рынка. В большинстве случаев инвесторы просматривают отчеты о соблюдении Национального кодекса, анализируют информацию (в частности, когда инвестируют средства) и обеспечивают исполнение положений посредством участия в голосовании на общих собраниях акционеров. Какие-либо специальные правила, требующие от пенсионных фондов осуществлять свои права на участие в голосовании, отсутствуют, но это, как правило, рассматривается как то, что у них есть обязательство осуществлять свои права на участие в голосовании как следствие фидуциарных

обязанностей, которые они должны соблюдать (Финансовое управление (Суперфинансьера), 2008 год).

178. Латиноамериканская ассоциация венчурного капитала (LAVCA, 2008 год) пришла к выводу, что для 70% фондов прямых инвестиций практики корпоративного управления играли фундаментальную роль при инвестировании средств в непубличные компании. Утверждается, что эти инвесторы способствовали повышению уровня осведомленности в вопросах Национального кодекса и его принятия в компаниях, акции которых не были зарегистрированы на биржах, но при этом эти компании были заинтересованы в привлечении капитала для дальнейшего роста.

4.5. Внутренний анализ затрат и преимуществ в компаниях

179. Колумбийские компании достаточно рано достигли высокого уровня осведомленности в вопросах корпоративного управления. Даже до принятия Национального кодекса компании были обязаны, согласно Постановлению № 275 2001 года, разрабатывать свои собственные кодексы корпоративного управления. По имеющимся сведениям, это стало этапом зарождения культуры корпоративного управления в стране, поскольку компании начали пересматривать свои практики корпоративного управления или разрабатывать собственные лучшие практики корпоративного управления. В Колумбии компании повсеместно понимают под применением наилучших практик корпоративного управления «управленческий инструмент для ведения диалога на международном языке бизнеса и для открытия мира» (Бернал, 2005 год).

180. Эмитенты приветствовали принятие Национального кодекса, поскольку он дал им ориентир для наилучших практик и возможность сообщить рынку о проводимых эмитентами мероприятиях. С помощью Кодекса эмитенты получили возможность сравнивать себя в рейтингах с другими компаниями и, в конечном счете, быть вознагражденными за свои усилия за счет укрепления доверия к ним со стороны инвесторов и иных заинтересованных лиц (Колумбийская фондовая биржа, 2009 год). Хотя объем находящихся в свободном обращении акций компаний, зарегистрированных на Колумбийской фондовой бирже, составил около 15% (Колумбийская фондовая биржа, 2013 год), объем находящихся в свободном обращении акций компаний, у которых отмечен наивысший уровень соблюдения Национального кодекса (существенно) выше среднего (Таблица 6). Публичные компании с находящимися в свободном обращении акциями достигают уровня соблюдения Национального кодекса в диапазоне 40%-80%, в то время как у всех пяти компаний с уровнем соблюдения Национального кодекса ниже 30% не было акций, зарегистрированных на бирже. Поэтому можно предположить, что более крупный объем акций, находящихся в свободном обращении, т.е. более крупная доля капитала, полученного на рынке от неконтролирующих акционеров, оказывает положительное влияние на степень соблюдения положений Кодекса.

181. Согласно опрошенным экспертам, эмитенты ощутили два основных преимущества от применения Национального кодекса. Первое преимущество заключалось в более высокой доходности и более высоком уровне профессионализма за счет применения наилучших практик корпоративного управления. Второе преимущество выражалось в упрощенном доступе к капиталу за счет повышенного уровня видимости и понимания своих моделей корпоративного управления.

Таблица 6. Три ведущие компании по уровню соблюдения Национального кодекса и объем их акций, находящихся в свободном обращении

Наименование компании	Уровень соблюдения Национального кодекса	Объем акций, находящихся в свободном обращении
Grupo Nutresa S.A. («Группо Нутреза С.А.»)	92,7%	77%
Sociedades Bolivar S.A. («Сосидадас Боливар С.А.»)	92,7%	21%
Isagen S.A. E.S.P. ⁵⁰ («Исаген С.А. Е.С.П.»)	92,7%	26%

Источник: Thomson Reuters («Томсон Рейтер»), Финансовое управление (Суперфинансьера)

182. Крупные бухгалтерские фирмы сообщают о том, что после 2008 года они столкнулись с постепенным ростом спроса на свои консультационные услуги в сфере корпоративного управления. Они подтвердили в интервью, что колумбийские эмитенты не намереваются заполнять шаблонные анкеты, а что их парадигма скорее зиждется на следующем: «чем лучше у тебя организовано управление, тем выше у тебя доходность и проще получить доступ к капиталу, будь то в виде акций или займов, которые ты получаешь», как резюмировал партнер ведущей бухгалтерской фирмы. Обозреватели рынка подчеркивают, что контролирующие акционеры не препятствуют применению наилучших практик корпоративного управления, но при этом делятся убеждением, что компании, где корпоративное управление организовано более качественно, в конечном итоге будут более успешными, что даст им преимущества в краткосрочной и долгосрочной перспективах. Консалтинговые фирмы отмечали, что контролирующие семьи, в частности, поглощены мыслями о необходимости следовать высоким стандартам корпоративного управления.

183. В связи с этим компании заранее связываются с консалтинговыми фирмами в целях получения услуг в сфере корпоративного управления, что поможет им получить осязаемые улучшения в соответствии с мерами, предусмотренными Национальным кодексом. По имеющимся данным, наиболее востребованными после консультационных услуг в сфере корпоративного управления являются услуги по корпоративной диагностике и содействию во внедрении наилучших практик корпоративного управления. Услуги, связанные с соблюдением Национального кодекса, идут на втором месте, за ними следуют услуги для советов директоров (в частности, консультации по управлению рисками), и замыкают цепочку услуги по оценке деятельности совета директоров.

184. У колумбийских эмитентов расходы на соблюдение Национального кодекса достаточно ограничены. Подход «соблюдай или объясняй» дает определенную гибкость в применении практики, которую эмитенты считают осмысленной, и в представлении объяснений причин несоблюдения мер, которые они считают нецелесообразными. Ответность о соблюдении Кодекса не является сложной в отличие от опроса, который должен быть представлен, прост в использовании и подается вместе с Годовым отчетом (Колумбийская фондовая биржа, 2009 год). Для некоторых компаний достижение высокого уровня соблюдения Национального кодекса не было сложным, поскольку они уже приняли высокие стандарты в своих собственных кодексах

⁵⁰ Предприятие с государственным участием

корпоративного управления в 2001 году. В частности, так обстояли дела с компаниями Grupo Nutresa («Группо Нутреза») и Bancolombia («Банколомбия») (Санин и Артега, 2012 год).

4.6. Роль ассоциаций, частных консультантов и иных организаций

185. Высокий уровень осведомленности и эффективное применение Национального кодекса являются результатом диалога государства с частным сектором. Помимо Финансового управления (Суперфинансьера) и Колумбийской фондовой биржи, такие учреждения как Confesamaras (Колумбийская конфедерация торговых палат), CAF (Банк развития стран Латинской Америки), AnalDEX («Аналдекс», экспортные компании), Asofiduciarias («Асофидуариас», трастовые компании), Asofondos (пенсионные фонды), ANDI (Национальная ассоциация бизнеса Колумбии) и Fasescolda («Фасеколда», страховые компании) сыграли ведущую роль в разработке и продвижении Национального кодекса. Их участие в процессе позволило создать законный Кодекс, который соответствует реалиям колумбийского рынка. В результате чего Кодекс смог получить поддержку со стороны эмитентов и инвесторов.

186. Колумбийская конфедерация торговых палат при поддержке Банка развития стран Латинской Америки, Международной финансовой корпорации, Центра международного частного предпринимательства и ОЭСР инициировала обсуждение вопросов корпоративного управления в Колумбии и организовала ряд открытых конференций и рабочих групп по повышению уровня осведомленности в наилучших практиках корпоративного управления. Ассоциации подписали Национальный кодекс⁵¹ и продвигали его среди своих членов в качестве центрального документа для наилучших практик (ОЭСР, 2009 год).

187. Согласно обозревателям рынка ассоциации часто способствуют включению курса о корпоративном управлении в учебную программу курсов MBA (мастер делового администрирования) и при получении ученых степеней, чтобы молодое поколение корпоративных лидеров понимало важность корпоративного управления и соответствующие преимущества от его применения. Крупные бухгалтерские фирмы и иные частные консультанты не сыграли особо важную роль в повышении уровня осведомленности в Национальном кодексе, однако они помогли компаниям применить наилучшие практики корпоративного управления.

188. Три колумбийские компании – Argos («Аргос»), Carvajal («Карвахал») и ISA («ИСА») являются членами Круга латиноамериканских компаний⁵², и поэтому они взяли на себя обязательства выступить в качестве катализаторов и послов наилучших практик корпоративного управления в Колумбии. Как подчеркнул Директор по внутренним делам компании «Аргос»:

«Тот факт, что мы являемся частью Круга компаний, позволил нам провести дискуссию для осознания и обсуждения с другими компаниями в регионе, компаниями, которые, возможно, обладают отличными от нас характеристиками, но которые разделяют наши убеждения относительно преимуществ наилучшего корпоративного управления для

⁵¹ Который перечисляет наименования этих ассоциаций на титульной странице

⁵² Круг компаний, состоящий из 15 членов, объединяет ведущие латиноамериканские компании, которые приняли наилучшие практики корпоративного управления, чтобы дать частному сектору материал для работы над региональным развитием корпоративного управления и для обмена опытом друг с другом и иными компаниями в регионе и за его пределами. В настоящее время спонсором Круга компаний является Международная финансовая корпорация, ОЭСР оказывает поддержку; данное объединение было создано в мае 2005 года по рекомендации Круглого стола ОЭСР по вопросам корпоративного управления с странах Латинской Америки.

развития компаний. Это также позволило нам стать послами корпоративного управления в Колумбии.»

4.7. Основные тезисы проведенного анализа ключевых факторов

189. Колумбийский Национальный кодекс является интересным примером того, когда регуляторный орган являлся основной движущей силой, обеспечившей эффективность кодекса. Финансовое управление (Суперфинансьера) создало функционирующую структуру, в которой эмитенты и инвесторы используют кодекс, и у них есть стимулы для его применения и обеспечения его исполнения. В этом отношении всесторонняя деятельность регуляторного органа по осуществлению мониторинга также сыграла ключевую роль. В то же время высокая степень осведомленности в вопросах корпоративного управления позволила обеспечить Кодексу успех. Колумбийская фондовая биржа, а также ряд ассоциаций частного сектора культивировали культуру корпоративного управления, в частности, посредством активной рекламы преимуществ от применения Национального кодекса.

V. УРОКИ И ВЫВОДЫ

190. Разный опыт введения кодексов корпоративного управления в Индии, Турции и Колумбии показывает, что метод уравниловки не является жизнеспособным. Эффективность кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой не может быть обеспечена за счет простого переноса моделей кодексов развитых стран. Уровень осведомленности в вопросах корпоративного управления, традиционная нормативно-правовая база стран, содержание существующих законов и устоявшиеся корпоративные практики стран – все это влияет на эффективность кодексов корпоративного управления. В целом, кодексы корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой могут служить инструментом проведения дальнейших правовых реформ (как, например, в Турции и Индии) или дополнять существующую нормативно-правовую базу элементами «мягкого права», как, например, в Колумбии.

191. Анализ различных ключевых факторов эффективности кодексов в этих трех странах показывает, что положительное влияние на эффективность кодексов может быть обеспечена за счет разных факторов.

192. Во-первых, в целях обеспечения эффективности Кодекса нужно, чтобы установленные в нем цели были четкими и реалистичными в свете конкретного контекста. В примере с Колумбией в момент принятия Национального кодекса в стране уже существовал высокий уровень осведомленности в вопросах корпоративного управления, поэтому правовая система и роль институциональных инвесторов позволили создать кодекс, основанный на принципе «соблюдай или объясняй». Цель Национального кодекса была реалистичной и четкой с самого начала. В примере с Турцией цель была четкой, но существенно отличалась от колумбийского примера, учитывая отсутствие базы институциональных инвесторов для обеспечения исполнения кодекса, основанного на принципе «соблюдай или объясняй», низкий уровень осведомленности в вопросах корпоративного управления и необходимость в проведении дальнейших правовых и законодательных реформ. Поэтому Принципы Совета были призваны послужить в качестве шага навстречу дальнейшему регулированию в этом последовательном процессе. В примере с Индией отсутствие реалистичных целей привело к неэффективности Пункта 49. Добровольный и неэффективный кодекс был впоследствии заменен на императивный подход, исполнение которого, в свою очередь, как оказалось, не могло быть реалистично обеспечено в условиях индийских реалий. Вследствие чего Индия все еще работает над подходящим подходом в целях создания устойчивой культуры корпоративного управления и эффективных документов.

193. Во-вторых, государственно-частный диалог жизненно необходим для обеспечения эффективности кодексов корпоративного управления. Проведенный анализ трех практических примеров показал, что органы власти (регуляторные органы), отвечающие за кодексы корпоративного управления, должны вовлекать ассоциации частного сектора, фондовые биржи и иные организации в процесс создания и продвижения кодексов. Государственно-частный диалог крайне важен при разработке узаконенных кодексов, и некоторые участники рынка могут взять на себя ведущую роль в продвижении культуры применения кодексов корпоративного управления. В долгосрочной перспективе всеобъемлющий подход будет являться основополагающим для создания здоровой культуры корпоративного управления.

194. В-третьих, важно обеспечить наличие сбалансированного и последовательного подхода с одним явным лидером, как, например, Совет по рынку ценных бумаг Турции и Финансовое управление (Суперфинансьера) в Колумбии. При этом в Индии конфликты между Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам и Министерством по делам компаний негативно повлияли на эффективность Пункта 49; влиятельные и уважаемые органы в Турции и Колумбии смогли разработать основательные документы по корпоративному управлению. Более того, оптимальное распределение обязанностей по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения кодексов является важным фактором для обеспечения эффективности кодексов корпоративного управления в странах с развивающейся экономикой. Если кодекс корпоративного управления представляет собой основательный документ на бумаге, но не проводится мониторинг или не обеспечивается их исполнение, существует риск того, что эмитенты начнут использовать формальный шаблонный подход и будут игнорировать сущность рекомендаций по наилучшим практикам корпоративного управления.

195. В-четвертых, для эффективного функционирования кодексов, базирующихся на принципе «соблюдай или объясняй», у институциональных инвесторов должно быть желание также и самостоятельно осуществлять мониторинг и обеспечивать исполнение таких кодексов. Регуляторные органы не справятся с этой задачей в одиночку. Колумбийский подход к установлению соответствующей обязанности пенсионных фондов по включению в свои инвестиционные решения информацию о соблюдении Национального кодекса является интересным примером, когда схема, основанная на принципе «соблюдай или объясняй», заработала в странах, для которых характерны структуры с высококонцентрированной собственностью. Формат отчетности, который способствует сопоставимости отчетов о соблюдении кодексов корпоративного управления, может оказаться полезным для инвесторов, регуляторных органов и эмитентов. В отсутствие развитой базы институциональных инвесторов регуляторный орган должен играть более значимую роль в процессе осуществления мониторинга и обеспечения исполнения кодексов корпоративного управления. Поэтому для выполнения этих задач нужно выделить регуляторному органу необходимые финансовые и трудовые ресурсы. И если у Совета по рынку ценных бумаг Турции были в распоряжении все необходимые ресурсы, то одной из ключевых причин отсутствия мониторинга и обеспечения исполнения кодекса в Индии были как раз недостаточные ресурсы Совета Индии по ценным бумагам и фондовым биржам.

196. Наконец, отчеты о результатах мониторинга рынка являются полезным инструментом и должны выпускаться ежегодно. На примере Колумбии, в частности, видно, что такие отчеты могут стимулировать эмитентов бороться за применение наилучших практик, поскольку рейтинги оказывают соответствующее воздействие. Они также полезны для инвесторов, которые могут сравнивать разных эмитентов (также и в динамике по времени). Для регуляторного органа разработка отчетов о результатах мониторинга позволяет получить общую картину ситуации и способствует дальнейшему планированию. В Турции такие отчеты использовались Советом по рынку ценных бумаг для проверки уровня соблюдения кодекса турецкими эмитентами до принятия решения об использовании императивного подхода. Осуществление мониторинга отдельных компаний является дорогостоящим процессом, но может помочь в стимулировании эмитентов к эффективному применению кодексов. В случае с Турцией эксперты Совета по рынку ценных бумаг осуществляли активный мониторинг достоверности информации по корпоративному управлению и консультировали отдельных эмитентов, когда у них возникали вопросы относительно применения Принципов Совета. Финансовое управление Колумбии осуществляло мониторинг достоверности и качества информации, раскрываемой эмитентами, поскольку раскрытие информации является основой для обеспечения исполнения кодексов, основанных на принципе «соблюдай или объясняй».

197. Турция, Индия и Колумбия использовали разные подходы в своих кодексах корпоративного управления с разной степенью успеха. Тем не менее, сам по себе процесс разработки кодексов, подходящих для соответствующих рынков, оказался достаточно богатым с точки зрения опыта обучения для каждой страны.

**ПРИЛОЖЕНИЕ 1: ОРГАНЫ СТРАН-ЧЛЕНОВ ОЭСР, ОТВЕЧАЮЩИЕ ЗА КОДЕКСЫ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Государство	Орган, отвечающий за Кодекс корпоративного управления	
	Наименование	Тип
Австралия	Совет по вопросам корпоративного управления Фондовой биржи Австралии	Биржа
Австрия	Рабочая группа по вопросам корпоративного управления Австрии	Частный
	Федеральное министерство финансов	Государственный
Бельгия	Комитет по вопросам корпоративного управления	Смешанный
Канада	Фондовая биржа Торонто (TMX)	Биржа
Чили	Не применимо	-
Чешская Республика	Национальный Банк Чехии	Государственный
Дания	Комитет по вопросам корпоративного управления	Государственный
Эстония	Агентство Эстонии по финансовому надзору (EFSA)	Государственный
	Таллиннская фондовая биржа NASDAQ OMX	Биржа
Финляндия	Ассоциация рынка ценных бумаг	Частный
Франция	Французская ассоциация частных компаний (AFEP)	Частный
	Движение компаний Франции (MEDEF)	
Германия	Комиссия по Кодексу корпоративного управления Германии	Смешанный
Греция	Федерация предпринимателей Греции (SEV)	Частный
Венгрия	АО Фондовая биржа Будапешта	Биржа
Исландия	Торговая палата Исландии	Государственный
	Фондовая биржа Исландии NASDAQ OMX	Биржа
	Конфедерация работодателей Исландии	Частный
Ирландия	Совет Великобритании по финансовой отчетности	Смешанный
Израиль	Комитет Гошена Агентства Израиля по ценным бумагам	Государственный
Италия	Итальянская фондовая биржа	Биржа
Япония	Токийская фондовая биржа	Биржа
Корея	Служба Кореи по вопросам корпоративного управления	Смешанный
Люксембург	Люксембургская фондовая биржа	Биржа
Мексика	Фондовая биржа	Биржа
Нидерланды	Комиссия по мониторингу в сфере корпоративного управления	Частный
Новая Зеландия	Фондовая биржа Новой Зеландии	Биржа
	Комиссия по ценным бумагам	Государственный
Норвегия	Совет Норвегии по вопросам корпоративного управления	Смешанный
Польша	Варшавская фондовая биржа	Биржа
Португалия	Комиссия Португалии по рынку ценных бумаг	Государственный
Словацкая Республика	Ассоциация Центральной Европы по вопросам корпоративного управления	Смешанный
Словения	Фондовая биржа Любляны	Биржа
	Ассоциация директоров Словении	Частный
	Ассоциация менеджеров Словении	Частный
Испания	Национальная комиссия по рынку ценных бумаг (CNMV)	Государственный
Швеция	Совет Швеции по ценным бумагам	Смешанный
Швейцария	Экономисюисс (Economiesuisse)	Частный
Турция	Совет по рынку ценных бумаг Турции	Государственный
Великобритания	Совет по финансовой отчетности	Смешанный
США	Система автоматической котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров (NASDAQ)	Биржа
	Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)	Биржа

Источник: ОЭСР

ПРИЛОЖЕНИЕ 2: КОЛУМБИЙСКИЙ КОДЕКС (ПРИМЕРНЫЙ КРАТКИЙ ПЕРЕВОД)

НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОДЕКС– CODIGO PAIS	
I. Права акционеров	
1. Уведомление о проведении собрания	
Акционеры должны быть надлежащим образом уведомлены в сообщении о проведении общего собрания [15 рабочих дней до проведения обычных собраний (Коммерческий кодекс Колумбии)].	
Кодекс рекомендует раскрыть информацию, касающуюся номинированных директоров, и существенную финансовую информацию о компании, ее холдинговой компании и/или дочерних компаниях.	
Кодекс рекомендует использовать корпоративный веб-сайт для раскрытия представленной информации.	
Повестка дня собрания должно четко описывать вопросы, представленные на обсуждение.	
2. Проведение Годового собрания	
Корпоративное выделение компании должно быть одобрено собранием акционеров.	
Следующие решения должны обсуждаться лишь в тех случаях, когда они были явно включены в уведомление о проведении собрания: изменение целей деятельности корпорации, преимущественные права акционеров, корпоративный юридический адрес, планируемая ликвидация и выделение.	
Кодекс рекомендует создать электронные механизмы «живой» связи с инвесторами в процессе проведения собраний акционеров.	
3. Одобрение сделок с аффилированными лицами	
Требуется одобрение сделок, заключаемых корпорацией с аффилированными лицами, за исключением случаев, когда такие сделки заключаются в процессе обычной хозяйственной деятельности компании, либо когда они заключаются по справедливой рыночной цене.	
4. Права акционеров и равноправие	
Корпорация должна уведомить акционеров об их правах и обязанностях в краткой, четкой и точной форме.	
Корпорация должна на постоянной основе раскрывать информацию о типе объявленных акций, количестве выпущенных акций и зарезервированных казначейских акций.	
Рекомендуется принять свод правил о собраниях акционеров.	
II. Совет директоров	
1. Размер и формирование Совета директоров	
Кодекс рекомендует, чтобы в совете директоров было нечетное количество членов.	
Рекомендация о проведении заседаний совета директоров как минимум раз в месяц.	
Принять свод правил о совете директоров с обязательными требованиями и раскрыть их акционерам.	
Кодекс рекомендует, чтобы корпорации определили минимальные персональные и профессиональные стандарты для своих советов директоров [стандарты не определены].	
Кодекс рекомендует, чтобы большинство директоров было внешними [понимая, что внешние директора не являются работниками эмитента; следует отметить отличие от независимых директоров].	
2. Права и обязанности членов Совета директоров	
Кодекс рекомендует однозначно раскрывать информацию о наличии конфликта интересов у директоров.	
Кодекс рекомендует предоставлять всю корпоративную информацию новым директорам, включая новые экономические данные, информацию о правовых обязанностях, правах и функциях директоров.	
Кодекс рекомендует однозначно включать во все протоколы заседаний советов директоров всю информацию, которые была использована советом директоров при принятии решений, включая: исследования, документы и данные.	
Кодекс рекомендует предоставлять директорам всю информацию, необходимую для принятия информированных решений не менее чем за два дня до собрания.	
Заместители директоров должны получать информацию о решениях, принятых советом директоров.	
Кодекс рекомендует включить в свод правил о совете директоров положение, позволяющее нанимать внешних советников или консультантов. Практика также показывает, что все связанные с этим расходы должны быть включены в бюджет и приняты компанией.	
3. Обязанности Совета директоров	
Кодекс рекомендует создать при совете директоров комитеты по корпоративному управлению и трудовым ресурсам. [Аудиторский комитет является обязательным (Закон 964/05)]	

Комитет по трудовым ресурсам должен иметь, по крайней мере, следующие обязанности: оценивать работу топ-менеджеров; предлагать акционерам кандидатов на внешних аудиторов [выбор финансового ревизора (внешнего аудитора) находится в компетенции акционеров (Коммерческий кодекс)]; создание политики в области вознаграждений для всех сотрудников, включая высшее руководство; наем и смена генерального директора и назначение компенсации; создание политики найма высшего руководства.
Комитет по корпоративному управлению должен выполнять, по крайней мере, следующие обязанности: раскрытие всей существенной корпоративной информации для рынка; раскрытие оценки, проведенной аудиторским комитетом; периодическое проведение оценки деятельности совета директоров; проверка торговых сделок, заключенных директорами; осуществление надзора за реализацией политики в области вознаграждений для топ-менеджмента.
Аудиторский комитет должен включить в свои функции: предоставление письменного отчета о будущих сделках корпорации с аффилированными лицами, подтверждающего справедливую рыночную стоимость и отсутствие ущемления прав миноритарных акционеров; создание корпоративной политики по бухгалтерскому учету; создание механизмов отчетности перед советом директоров.
III. Раскрытие финансовой и нефинансовой информации
1. Запрос информации
Кодекс рекомендует предусмотреть формальный и постоянно действующий механизм, обеспечивающий предоставление корпоративной информации инвесторам.
В случаях, когда информация, предоставляемая институциональному инвестору, может дать ему какое-либо преимущество, также рекомендуется раскрывать такую информацию всему рынку.
Кодекс рекомендует разрешать проводить «специальные проверки» по требованию групп инвесторов.
В отношении вышеуказанной практики Кодекс рекомендует предусмотреть формальное корпоративное обязательство по защите прав миноритарных акционеров. Корпорация должна раскрывать политику в отношении проведения «специальных проверок», включая информацию о необходимом проценте владения акциями для инициирования проверки (пороговой границы); о причинах по установлению данной пороговой границы; о требованиях в отношении проведения «специальной проверки»; а также о лице, которое должно их оплачивать.
2. Раскрытие информации для рынка
В корпорации должны быть предусмотрены механизмы раскрытия информации для рынка о существенных фактах, выявленных внутрифирменными средствами контроля.
Корпорация должна раскрывать политику в области вознаграждений для генеральных директоров, директоров, аудиторов и консультантов.
Корпорация должна раскрывать информацию о всех контрактах, заключенных между ее директорами и менеджерами, включая членов их семей и деловых партнеров.
Корпорация должна раскрывать свои внутренние правила о разрешении конфликтных ситуаций.
Кодекс рекомендует раскрывать корпоративную политику в отношении торговли ценными бумагами, осуществляемой руководителями корпорации.
Корпорация должна раскрывать резюме менеджеров, директоров и сотрудников службы внутреннего контроля.
3. Внешний аудитор (финансовый ревизор)
Кодекс рекомендует не нанимать аудиторов или аудиторские фирмы, которые получают более 25% от своего общего дохода от аудита корпорации или ее дочерних обществ.
Кодекс рекомендует не нанимать аудиторские фирмы для получения каких-либо услуг, кроме как аудиторских.
Политика ротации для партнеров аудиторской фирмы предусматривает смену каждые пять лет.
IV. Разрешение споров
Корпорация должна раскрывать своим акционерам права на судебную защиту своих интересов. [Закон 446 наделил судебной властью Финансовое управление для защиты групп миноритарных акционеров].
Кодекс рекомендует, чтобы в каждой корпорации был механизм по разрешению спорных ситуаций между компанией и ее акционерами, акционерами и директорами и между самими акционерами.

Источник: ОЭСР

БИБЛИОГРАФИЯ

Афшарипур А. (2009 год), *Сближение корпоративного управления: уроки, извлеченные из индийского опыта*, Северо-западный журнал международного права и бизнеса, Выпуск 29, № 2

Агилера Р. и А.Куэрво-Кацурра (2004 год), *Кодексы наилучшего корпоративного управления в мире: что является иницилирующим фактором?*, Организационные исследования, 25: 417–46.

Арарат М. (2008 год), *Обзор по вопросам прозрачности и раскрытия информации в Турции, год небольшого прогресса или без движения*, Издательство Университета Сабанчи

Арарат М. и Х. Орбэй (2006 год), *Корпоративное управление в Турции; Проблемы для инвестиций и роста*, Справочная публикация для Обзора по инвестиционному климату в Турции 2006 год

Арарат М. и М. Эроглу (2012 год), *«Стамбульская фондовая биржа первая переходит на обязательное электронное голосование на общих собраниях акционеров»*, Издательство Университета Сабанчи

Арарат М. (2011 год): *«Соблюдай или объясни» без последствий: пример Турции*, Справочник международного корпоративного управления, Маллин Кристин А. (ред.) 2011 год, стр. 355-370

Армур Дж. и П. Леле *Закон, финансы и политика: пример Индии*, Европейский институт корпоративного права, Рабочий отчет по праву № 107/2008

Азиатская ассоциация корпоративного управления (2007 год), *Корпоративное управление в Индии*, Центр литературоведения и прикладных наук (CELSA)

Азиатская ассоциация корпоративного управления (2012 год), *Корпоративное управление в Индии*, Центр литературоведения и прикладных наук (CELSA)

Берлинский центр корпоративного управления (2013 год), *Отчет о корпоративном управлении за 2013 год: Культурные различия и независимость в свете принятия и применения действующего Кодекса корпоративного управления Германии (DCGK), Der Betrieb («Дер Бетриб»)* № 17

Бернал А. (2005 год), *Корпоративное управление в Колумбии как инструмент конкурентоспособности*, Корпоративное управление в непубличных компаниях в странах с развивающейся экономикой, Издательство ОЭСР

Бернал А. (2009 год), *«Комментарии Андреса Бернала, Колумбия, на примере Помбо и Гутьерреса»*, Экономическая комиссия для Латинской Америки и Карибского бассейна (ECLAC; 2009 год), стр. 275 – 280

Комитет Бирлы (1999 год), *Отчет по корпоративному управлению, подготовленный Комитетом Кумара Мангалама Бирлы, назначенным Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам*

Блэк Б. и В.Ханна (2007 год), *Могут ли реформы корпоративного управления повысить рыночную стоимость фирм? Доказательства из Индии*, Журнал эмпирических правовых исследований, Выпуск 4, стр. 749–796

Бомбейская фондовая биржа (2013 год), *Информационная база данных о соблюдении Пункта 49*, Бомбейская фондовая биржа

Колумбийская фондовая биржа (2009 год), *Информационный буклет по Национальному кодексу*, Колумбийская фондовая биржа

Комиссия Кэдбери (1992 год), *Отчет Кэдбери: финансовые аспекты корпоративного управления*, Издательство ДжиИ, Лондон

Чакрабартти Р., В.Меггинсон и П.Ядав (2008 год), *Корпоративное управление в Индии*, Прикладные корпоративные финансы, Выпуск 20

Кристиансен Х. и А. Колдерцова (2009 год), *Роль фондовых бирж в корпоративном управлении*, Тенденции финансовых рынков, Издательство ОЭСР

Конфедерация индийских промышленников (1998 год), *Ожидаемое корпоративное управление: кодекс*, Конфедерация индийских промышленников

Пункт 49 (2004 год) , *Пункт 49 соглашений о листинге*, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам

Совет по рынку ценных бумаг Турции (2007 год), *Обзор корпоративного управления в компаниях, котируемых на Стамбульской фондовой бирже (ISE INDEX)* (на турецком языке)

Совет по рынку ценных бумаг Турции (2005 год), *«Общая оценка отчетов о соблюдении требований в сфере корпоративного управления публичными компаниями»* (на турецком языке)

Совет по рынку ценных бумаг Турции (2012 год), *Коммюнике IV-56*, Совет по рынку ценных бумаг Турции

Совет по рынку ценных бумаг Турции (дата не указана), Годовые отчеты, www.cmb.gov.tr.

Совет по рынку ценных бумаг Турции (дата не указана), Еженедельные бюллетени, www.cmb.gov.tr.

Совет по рынку ценных бумаг Турции (2003 год), *Принципы корпоративного управления Совета по рынку ценных бумаг Турции*, Совет по рынку ценных бумаг Турции

Национальная комиссия по рынку ценных бумаг (2012 год), *Отчет о корпоративном управлении эмитентов ценных бумаг, допущенных к торгам на официальном вторичном рынке*, Национальная комиссия по рынку ценных бумаг

Национальный кодекс, *Кодекс надлежащей практики корпоративного управления Колумбии*, Финансовое управление (Суперфинансьера) (2007 год)

Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления (COGAT; 2011 год), *Руководство по корпоративному управлению для делового журнализма*, Ассоциация Турции по вопросам корпоративного управления

Колумбийская конфедерация торговых палат (2001 год), *Корпоративное управление в колумбийских компаниях: диагноз, поставленный Колумбийской конфедерацией торговых палат*, Конфекамарас

Далей П. И С.Марави (2012 год), *Корпоративное управление в Индии: правовой анализ*, Публикация Международной конференции по вопросам гуманитарных наук, экономики и географии (ICNEG)

Департамент по делам компаний (2002 год), *Отчет по корпоративному аудиту и управлению, подготовленный Комитетом Нареша Чандры*, Департамент по делам компаний, Министерство финансов: Новый Дели

Указ № 410 (1971 год), *Коммерческий кодекс Колумбии 1971 года*, Конгресс Колумбии

Дель Валль и Карвахал (2005 год), *Корпоративное управление в Колумбии: развитие и перспективы*, Основное корпоративное управление

Демираг И.С. и М. Сертер (2003 год), «Схемы владения и контроля в турецких публичных компаниях», *Корпоративное управление: международный обзор*, Выпуск 11, с. 40-51

Экономическая комиссия для Латинской Америки и Карибского бассейна (2009 год), *Корпоративное управление и развитие рынка капитала в Латинской Америке*, Экономическая комиссия для Латинской Америки и Карибского бассейна

Европейский центр журнализма (2013 год), *Картина средств массовой информации: Турция*, Европейский центр журнализма

Эроглу М. (2013 год), «Препятствия и возможности для устойчивых компаний в Турции», Университет Осло, юридический факультет, Отчет о результатах исследования № 2013-04

Комиссия ЕС (2009 год), *Изучение практик по осуществлению мониторинга и обеспечению исполнения в сфере корпоративного управления в странах-членах*, Комиссия ЕС

Совет по финансовой отчетности (2012 год), «Соблюдай или объясни» - 20-тилетний юбилей Кодекса корпоративного управления Великобритании, Совет по финансовой отчетности

«Файненшл Таймс» (август 2013 года), *Потребность в более сильных советах директоров*, «Файненшл Таймс», материал доступен по ссылке: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f28cafdc-065e-11e3-ba04-00144feab7de.html#axzz2hMagi4ET>

Гончаров И., Дж.Вернер и Дж.Циммерманн (2006 год) *Влияет ли соблюдение Кодекса корпоративного управления Германии на стоимость акций? Эмпирический анализ*, Корпоративное управление: международный обзор, Выпуск 14, стр. 432-44

Гоненсер Е. (2008 год), *Развитие корпоративного управления в Европейском Союзе и в Турции как в стране, являющейся кандидатом на вступление в ЕС*, Издательство CIFE

Госвами О. (2010 год), *Корпоративное управление*, в Басу и Мэртенс (ред.), Оксфорд - краткое введение в экономику Индии. Издательство Оксфордского Университета

Гутьеррес Л.Х. и Карлос Помбо (2009 год), «Состязательность в вопросах корпоративного владения и контроля в странах с развивающейся экономикой: на примере Колумбии», Журнал экономики и бизнеса, 61: 112-139

Гутьеррес Л.Х. и Карлос Помбо (2009 год), *«Рынки капитала и корпоративное управление в Колумбии»*, Экономическая комиссия для Латинской Америки и Карибского бассейна (2009 год), стр. 227 - 274

Гутьеррес Л.Х., К.Помбо и Р.Таборда (2008 год), *«Владение и контроль в колумбийских корпорациях»*, Ежеквартальный обзор экономики и финансов, 48: 22-47

Международная финансовая корпорация (2005 год), *Руководство 2: Разработка кодексов наилучшей практики корпоративного управления*, Международная финансовая корпорация

Международный институт финансов (2005 год), *Корпоративное управление в Турции: перспективы инвестора*, Международный институт финансов

Закон о компаниях Индии 1956 года, Министерство по корпоративным вопросам Индии

Закон о компаниях Индии 2013 года, Министерство по корпоративным вопросам Индии

ИнГоверн (2012 год), *Индия – обзор по корпоративному управлению*, публикация «ИнГоверн»

ИнГоверн (2013 год), *Мнение «ИнГоверн» об Отчете с консультациями по пересмотру норм о корпоративном управлении в Индии, подготовленном Советом Индии по ценным бумагам и фондовым биржам*, публикация «ИнГоверн»

Стамбульская фондовая биржа (дата не указана), Годовые отчеты, <http://borsaistanbul.com/en/corporate/publications/annual-reports>

Кар (2011 год), *Культура и принципы корпоративного управления в Индии: примирительные столкновения?*, Международная финансовая корпорация

Краакман Р. и др. (2009 год), *Анатомия корпоративного права: сравнительный и функциональный подход*, Издательство Оксфордского Университета.

Кумар Дж. (2008), *Эконометрический анализ корпоративного управления в Индии: результаты деятельности фирм и дивидендная политика в Индии*, «ВДМ Верлаг»

Латиноамериканская ассоциация венчурного капитала (LAVCA; 2008 год), *Обзор мнений инвесторов в Колумбии*, Латиноамериканская ассоциация венчурного капитала

Закон № 964 (2005 год), *Закон о рынке ценных бумаг № 964 2005 года*, Конгресс Колумбии

Министерство по корпоративным вопросам (2009 год), *Добровольные руководящие принципы корпоративного управления*, Министерство по корпоративным вопросам

Министерство по корпоративным вопросам (дата не указана), Годовые отчеты, <http://www.mca.gov.in>

Медора С. и Г.Рамамурти (2012 год), *Роль репутационных агентов в сфере корпоративного управления*, Национальная фондовая биржа

Мишра Р. (2007 год), *«Ойл энд Нэчурал Газ Кампани» под угрозой делистинга*, ХБЛ Индия

МКК – Центральный депозитарий ценных бумаг (2013 год), www.mkk.com.tr/wps/portal/MKKEN.

Моханти П. (2003 год), *Институциональные инвесторы и корпоративное управление в Индии*, Рабочий отчет Анпан

Марти (2003 год), *Отчет Комитета Нарьяна Марти по корпоративному управлению*, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам

Нестор С. (2008 год), *Предисловие: разработка и применение кодексов корпоративного управления*, Мнение частного сектора, выпуск 10, Международная финансовая корпорация

Национальная фондовая биржа (2013), *Информация о соблюдении кодекса в 2013 году*, Национальная фондовая биржа Индии

ОЭСР (2003 год), *Корпоративное управление: обзор по странам-членам ОЭСР*, Издательство ОЭСР

ОЭСР (2004 год), *Принципы корпоративного управления ОЭСР*, Издательство ОЭСР

ОЭСР (2006 год), *Корпоративное управление в Турции: пилотное исследование*, Издательство ОЭСР

ОЭСР (2007 год), «Отчет по стране: добровольный кодекс корпоративного управления в Колумбии, к Заседанию 2007 года Круглого стола по вопросам корпоративного управления в Латинской Америке», Справочный документ для Круглого стола по вопросам корпоративного управления в Латинской Америке

ОЭСР (2009 год), *Руководство по борьбе со злоупотреблениями при заключении сделок с аффилированными лицами в Азии*, Издательство ОЭСР

ОЭСР (2009 год), *Обзор практик корпоративного управления в отдельных странах Латинской Америки*, Справочный документ для Круглого стола по вопросам корпоративного управления в Латинской Америке 2009 года

ОЭСР (2011 год), *Роль институциональных инвесторов в продвижении наилучшего корпоративного управления*, Издательство ОЭСР

ОЭСР (2011 год), *Укрепление корпоративного управления в странах Латинской Америки: роль институциональных инвесторов*, OECD Publishing

ОЭСР (2013 год), *Сравнительное исследование 5: надзор и обеспечение исполнения в корпоративном управлении*, Комитет по вопросам корпоративного управления

ОЭСР (2013 год), *Корпоративное управление в колумбийских предприятиях с государственным участием*, Рабочая группа по государственной собственности и практике приватизации

Орбэй Х. и Б.Юртоглу (2010 год), *Последствия независимости совета директоров в контролируемых фирмах: доказательства из Турции*, Рабочий отчет Университета Сабанчи

ПрайсвотерхаусКуперс (2009 год), *Отчет советов директоров Индии 2009 год*, ПрайсвотерхаусКуперс Пвт Лтд.

ПрайсвотерхаусКуперс (2011 год), *Отчет советов директоров Индии*, ПрайсвотерхаусКуперс Пвт Лтд.

Санин Е. И С.Артега (2012 год), *Корпоративное управление и выпуск корпоративных долговых инструментов в Колумбии*, Экономическая комиссия для Латинской Америки и Карибского бассейна

Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (2007 год), *Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам инициирует вынесение судебного решения за несоблюдение положений Пункта 49*, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам ПР № 257/2007

Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (2013), *Отчет с консультациями по пересмотру норм о корпоративном управлении в Индии*, Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам

Совет Индии по ценным бумагам и фондовым биржам (дата не указана), *Годовые отчеты*, <http://www.sebi.gov.in>

Сенгур Е. (2011 год), *Компании с системой корпоративного управления и включенные в биржевой индекс – превосходят ли они других?*, Международный журнал бизнеса и социальных наук, выпуск 2, № 14

Шарма (2010 года), *Что пошло не так с компанией «Сатъям»?*, Издательство Университета Дели

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2007 год) *Обзор за 2007 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2008 год) *Обзор за 2008 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2009 год) *Обзор за 2009 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2010 год) *Обзор за 2010 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2011 год) *Обзор за 2011 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Финансовое управление (Суперфинансьера) (2012 год) *Обзор за 2012 год: Результаты национального исследования по Кодексу страны*, Финансовое управление Колумбии

Инспекция по ценным бумагам (Супервалорес, 2001 год), *Постановление № 275/2001*, Инспекция по ценным бумагам Колумбии

The Economic Times of India («Экономик Таймс оф Индия», архивы), материалы доступны по ссылке: <http://economictimes.indiatimes.com/>

The Hindu («Хинду», архивы), материалы доступны по ссылке: <http://www.thehindu.com/>

Ван дер Элст (2010 год), *Зеленая книга по корпоративному управлению в Европе: важны ли институциональные инвесторы?*, Европейское корпоративное право, выпуск 8, № 4

Вонг С. (2008 год), *Разработка и применение кодексов корпоративного управления*, Мнения частного сектора, выпуск 10, Международная финансовая корпорация

Ваймиирш Е. (2006 год): *Кодексы корпоративного управления и их применение*, Университет Гента, Рабочий отчет Института финансового права № 2006-10

Ваймиирш Е. (2013 год), *Европейские кодексы корпоративного управления и их эффективность*, подлежит опубликованию Белкреди и Феррарини (ред.) в *Структура европейского корпоративного управления: вопросы и перспективы*, Издательство Кембриджского Университета (2013 год)