

СУДЬБА АКЦИОНЕРОВ – В ИХ СОБСТВЕННЫХ РУКАХ

Карл Розен¹

(1)

Мировой финансовый кризис стал результатом сбоя в нормативно-правовой сфере, однако существенную роль в его усугублении сыграли проблемы в области корпоративного управления. Восстановить доверие к рынку способны две важные реформы – укрепление прав акционеров и усиление внимания к их ответственности. Однако если акционеры не возьмут на себя эту ответственность, их права могут оказаться под угрозой.

Международное сообщество небезосновательно вовлечено в дискуссию о реформах, необходимых в интересах глобальной экономики для преодоления финансового кризиса и его последствий. Данная глава представляет собой реакцию Международной сети корпоративного управления (МСКУ) на происходящие процессы путем выдвижения предложений относительно реформирования рынка и правовой базы в области прав акционеров и корпоративного управления. Ее цель – обратить внимание на интересы и потребности инвестиционного сообщества во всем мире.

¹ Карл Розен, исполнительный директор Международной сети корпоративного управления (International Corporate Governance Network).

В настоящее время широкое признание получил тот факт, что провалы в области корпоративного управления явились не единственной причиной кризиса, но в значительной степени способствовали его углублению. Это произошло прежде всего потому, что советы директоров не смогли осознать грозящие компаниям риски и не справились с их управлением. Акционерам, в свою очередь, не хватило необходимого объема информации, а временами и стимулов для решения накапливающихся проблем. Безусловно, ситуацию усугубляли недостатки регулирования. Например, продолжали функционировать банки, имевшие слишком малый капитал. Очевидно также, что усовершенствованная практика управления должна быть неотъемлемой частью общего механизма принятия решений, ориентированного на восстановление доверия к рынкам и способствующего предотвращению будущих финансовых кризисов.

(2)

Предлагаемые в данной главе рекомендации основаны на международном опыте МСКУ по реализации прав акционеров и повышению их ответственности. Международная сеть корпоративного управления объединяют около 500 индивидуальных членов из более чем 45 стран, в том числе инвесторов, управляющих активами в 12 трл долларов США. Состав членов МСКУ характеризуется представительностью и опытом, распространяющимся на все сегменты фондового рынка. Это позволяет организации активно привлекать международные корпорации к позитивному участию в реализации планов по реформированию практики корпоративного управления, в особенности на пике многосторонних усилий по преодолению мирового финансового кризиса.

В настоящей главе изложена позиция МСКУ на ту роль, которую может и должно играть корпоративное управление в восстановлении доверия к мировым рынкам капитала. Кризис – общая проблема,

вызванная множеством разных причин. Поэтому глава адресована всем тем, кто несет ответственность за устранение системных недостатков: финансовым учреждениям и их советам директоров, регулирующим органам и политикам, но прежде всего институциональным акционерам. МСКУ исходит из того, что необходимые реформы требуют системного подхода, поскольку техническое решение само по себе вряд ли будет эффективным. Реформа в равной мере касается как поведения, продиктованного корпоративными нормами и ценностями, так и поведения, обусловленного предписаниями или нормативно-правовым регулированием.

(3)

1.1. РОЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ЭСКАЛАЦИИ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Некоторые эксперты, особенно в Великобритании, осудили институциональных акционеров за то, что те не призвали советы директоров к ответственности. В действительности с этим доводом можно поспорить, поскольку именно акционеры нередко мотивировали компании, в том числе инвестиционные банки, к увеличению краткосрочной доходности посредством привлечения заемного капитала. В Walker Review Министерство финансов Великобритании отмечает: «По всей видимости, наблюдалось общее молчаливое согласие институциональных инвесторов и рынка на увеличение показателей в бухгалтерских балансах банков как средства повышения доходности акций... Атмосфера, по меньшей мере, непротивления большому объему займов со стороны акционеров в ряде случаев обострила назревшие проблемы»¹.

Институциональные инвесторы не всегда были настолько информированы о состоянии дел в компаниях, акциями которых владели, насколько могли бы быть. Другие запятнали себя, оказавшись замешанными в конфликтах интересов. Многие не уделяли достаточно

¹ U.K. Treasury: A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities. 16 July 2009. P. 62–63.
http://hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf

времени или не вкладывали достаточно ресурсов, необходимых для обеспечения эффективного контроля над происходящим в компаниях. На многих рынках акционеры не обладают правами или не имеют стимулов для того, чтобы действовать в качестве ответственных собственников. Таким образом, немало еще предстоит сделать для изменения сложившейся ситуации.

В этой связи чрезвычайно важно, чтобы регуляторы рынка и политики предусмотрели возможные способы обеспечения соблюдения доверительными собственниками с долгосрочными обязательствами стандартов прозрачности, подотчетности и ответственности, следование которым они ожидают от компаний. Профессионализм и независимость советов директоров справедливо оказались в центре внимания дискуссий вокруг реформирования корпоративного управления. Больше усилий необходимо предпринять для обеспечения компетентности руководителей фондов, действующих в качестве посредников в интересах населения при размещении долгосрочных сбережений. Важно, чтобы проведение серьезных реформ в области корпоративного управления охватило всю инвестиционную цепочку.

(4)

Весомый фактор развития мирового финансового кризиса, на который указывают эксперты, анализирующие его причины, – это сбой на уровне макроэкономики и нормативно-правового регулирования. Осознав, что участники рынка неверно оценивали риски, центральные банки и другие регулирующие органы не отреагировали на это должным образом. Они позволили банкам функционировать при слишком малом объеме капитала, чрезмерных заимствованиях и игнорировании риска потери ликвидности. Вне поля их зрения оказались слабое управление рисками со стороны советов директоров и неудовлетворительная практика кредитования на ипотечном рынке. Базельским комитетом были предприняты важные шаги по усовершенствованию требований к капиталу банков¹, однако, на наш взгляд, их нужно дополнить

¹ Bank for International Settlements: proposal to strengthen the resilience of the banking sector announced by the Basel Committee, 17 December 2009. <http://www.bis.org/press/p091217.htm>

реформами в сфере бухгалтерского учета. Например, следует уточнить определение справедливой стоимости.

Необходимо принятие нормативно-правовых мер в сочетании с координацией действий на высоком международном уровне, которые заставили бы участников рынка принимать во внимание более отдаленную перспективу. В этом отношении важное значение имеют инициативы «Большой двадцатки». Регуляторы отдельных стран обязаны информировать членов G20 о своих новых инициативах до этапа их практической реализации. Приоритетом должно стать максимальное использование преимуществ качественного корпоративного управления и его контроля со стороны акционеров. Благодаря этому будет легче избежать сиюминутной реакции на происходящее, которая снижает способность рынков к инновациям и эффективному распределению капитала, усиливает бремя бюрократизма или носит протекционистский характер. Жизненно важно, чтобы нормативно-правовые реформы в разных юрисдикциях мира способствовали решению проблем в области корпоративного управления, а не расширению существующих брешей. Одним из таких примеров является пересмотр норм коммерческого права в Южной Корее, в результате которого в целях предотвращения враждебных слияний и поглощений национальным компаниям было разрешено предпринимать меры по реорганизации, делающие невыгодным их поглощение другими компаниями¹.

Важная часть реформы заключается в расширении прав акционеров, которые, в свою очередь, должны предпринять необходимые усилия для того, чтобы играть более активную роль. Позиция МСКУ по вопросу ответственности акционеров подробно изложена в ее «Заявлении о принципах ответственности институциональных акционеров». Этот документ подчеркивает значение институциональных инвесторов и в числе прочего затрагивает их конфликты интересов. Например, действуя в качестве агентов, они обязаны предавать гласности информацию

(5)

¹ South Korea Considers Letting Companies Use Position Pills, New York Times, 9 November 2009. <http://nytimes.com/2009/11/10/business/global/10won.html>

обо всех известных конфликтах своим принципалам и объяснять, каким образом они разрешаются. Это необходимо для того, чтобы защитить интересы клиентов, обеспечить баланс собственных структур управления, выделить надлежащие ресурсы для контроля над управлением и предоставить собственную отчетность конечным бенефициарам, которыми являются индивидуальные вкладчики и пенсионеры. Сохранение и увеличение стоимости в интересах этих выгодоприобретателей в долгосрочном плане – это и есть задача институциональных акционеров.

Важным шагом в этом направлении является Служебный кодекс для институциональных инвесторов Великобритании,¹ надзор за соблюдением положений которого осуществляет Совет по финансовой отчетности (СФО). Основанный на правоприменительном принципе «соблюдай или объясняй», кодекс формулирует передовую практику для институциональных инвесторов, принимающих участие в деятельности компаний, в которые они вкладывают свои средства. Кодекс не предусматривает обязательств по управлению объектами инвестирования на микроуровне или по принятию решения о продаже пакета акций, даже когда оно рассматривается как наиболее эффективный выход из опасной ситуации. Тем самым документ служит образцом для такой нормативно-правовой реформы, которая, по мнению МСКУ, будет стимулировать институциональных инвесторов к более действенному участию в управлении их портфельными активами.

(6)

1.2. НАДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРОВ ПРАВАМИ СОБСТВЕННИКОВ КОМПАНИЙ

Реформирование прав акционеров имеет первостепенное значение для укрепления всей системы корпоративного управления. Для того чтобы советы директоров можно было призвать к ответственности, следует содействовать начавшейся в США дискуссии о правах

¹ See: Financial Reporting Council: RC consults on Stewardship Code for Institutional Investors. 19 January 2010. <http://www.frc.org.uk/press/pub2216.html>

акционеров, в особенности при назначении и смещении директоров (так называемом доступе по доверенности). Недостаточность прав акционеров ограничивает их способность контролировать деятельность советов, в частности в вопросах вознаграждения и управления рисками – двух сферах, которые считаются главными факторами развития кризиса. Решить первый вопрос по существу можно путем предоставления акционерам права голоса при определении размера вознаграждения руководства компании, то есть возможности голосовать в процессе принятия отчета о вознаграждениях, представленного соответствующим комитетом совета директоров. Эта практика была введена в Великобритании в 2002 году в форме «необязательного голосования» и впоследствии взята на вооружение многими европейскими странами и Австралией. В Нидерландах мнение акционеров по данному вопросу является обязательным для совета. Благодаря усилиям акционеров во многих крупнейших компаниях США и Канады была принята практика «не налагающего обязательств» голосования акционеров по отчетам о вознаграждении высших должностных лиц. В настоящее время в США эта мера закреплена как обязательная регулирующая норма. Она стала обязательной процедурой для компаний, получающих средства в рамках правительственной Программы помощи неблагополучным активам (TARP) с середины 2009 года, когда Комиссия по ценным бумагам и биржам установила правила и сформулировала требования, в соответствии с Законом о восстановлении американской экономики и реинвестировании (ARRA)¹. Введение «совещательного голосования» по вопросам вознаграждения в Соединенных Штатах является важным шагом в направлении усиления роли акционеров в системе корпоративного управления.

(7)

При том что получение возможности голосовать относительно утверждения или, наоборот, отклонения результатов работы совета – это всего лишь один из методов

¹ Paul Hodgson: GE? Who said Say on Pay wasn't going to make a difference. <http://blog.thecorporatelibrary.com/blog/2011/04/ge-who-said-say-on-pay-wasnt-going-to-make-a-difference.html>

укрепления прав акционеров. Им необходимы также гарантии обеспечения реального учета их голосов. В европейских странах акционеры продолжают вести борьбу за устранение преград на пути расширения контроля. Акционерные соглашения, права множественного голоса, пирамидальные схемы, перекрестное владение акциями и предельные доли права собственности по-прежнему распространены на большей территории Европы. Эти механизмы позволяют определенным группам акционеров получать права голоса, которые превосходят долю их собственности и, следовательно, подрывают способность миноритарных инвесторов осуществлять эффективный контроль деятельности менеджмента и совета директоров¹.

(8)

Более того, по мере увеличения числа инвесторов, диверсифицирующих свои портфели за счет вложения средств в других странах, регулирование механизмов голосования должно предоставлять акционерам возможность реализации своего права голоса на международном уровне. В настоящее время функционирование системы в международном масштабе не отлажено должным образом и голоса пропадают из-за хитросплетений административной цепочки, по которой они поступают от инвесторов на годовое общее собрание акционеров (ГОСА). Это серьезно затрудняет развитие глобального рынка. Рассматриваемые в Европейском союзе решения частично являются техническими, например, введение цифровых форм голосования акционеров, а частично – регулятивными, например, установление стандартизированной процедуры идентификации и авторизации прав голоса акционеров через посредников. В настоящее время Европейская комиссия рассматривает предложения о принятии соответствующих законодательных мер².

¹ See: European Commission: Impact assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, Commission Staff Working Document. 12 December 2007. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

² See: European Commission: Harmonisation of Securities Law. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_en.htm

Повсеместно акционерам приходится сталкиваться с несправедливыми положениями о тендерах и реструктурировании, причем их преимущественные права находятся под угрозой даже на тех рынках, на которых существуют традиции защиты от ненамеренного размывания капитала. В целом необходима международная нормативно-правовая база, гарантирующая справедливость и прозрачность рынков, что будет способствовать росту доверия к финансовой отчетности. От финансовых учреждений следует требовать подготовки более качественной описательной части предоставляемой информации, касающейся их бизнес-моделей и способов управления рисками, присущим этим моделям. В 2010 году МСКУ опубликовала руководство по раскрытию информации о рисках.

(9)

1.3. ОТВЕТСТВЕННОСТЬ АКЦИОНЕРОВ

Институциональные акционеры должны осознавать свою ответственность за создание долгосрочной стоимости в интересах своих бенефициаров, то есть вкладчиков и пенсионеров, для которых они в конечном итоге работают. Для этого необходимо, чтобы пенсионные фонды инвестировали достаточно средств в структуры, процедуры и системы управления, обеспечивающие долгосрочную стоимость. Им следует практиковать выплату вознаграждений своим менеджерам за достижение этих целей.

В процессе принятия инвестиционных решений институциональные акционеры должны принимать во внимание качество корпоративного управления при оценке рисков, присущих бизнес-модели компании, в которую они вкладывают свои средства. Корпоративное управление не должно быть второстепенным фактором или параллельным видом деятельности. Необходимо правильно интегрировать его в процесс принятия инвестиционных решений.

Институциональным акционерам следует обращать внимание на тенденции на других рынках, в том числе на кредитном рынке, которые могут оказывать влияние на их инвестиционную политику. Можно упустить из вида важные сигналы рынка, если слишком строго разграничить управление различными активами. Это предполагает более тесное взаимодействие инвестиционных групп, занимающихся долевыми инструментами и инструментами с фиксированной доходностью.

Ссуды в форме ценных бумаг или практика выдачи займов в виде акций по соглашению двух сторон, согласно которому заемщик предоставляет кредитору обеспечение и соглашается выплатить оговоренную комиссию или процент, являются законными на большинстве рынков. Однако результатом ссуды в форме ценных бумаг становится лишение собственников ценных бумаг их прав голоса, поскольку правовой титул на акции переходит от кредитора к заемщику. Поэтому в определенных случаях наблюдалось злоупотребление данной практикой в целях усиления прав при голосовании конкретной заинтересованной стороны по отдельным вопросам передачи полномочий. Институциональным акционерам необходимо иметь в виду, что они теряют право голоса при предоставлении займов в форме акций из своего портфеля. В тех ситуациях, когда голосование имеет важное значение, эти акции целесообразно отзывать. Следует также контролировать предоставление ссуд в виде акций в связи с продажами без покрытия. В 2007 году МСКУ разработала подробное практическое руководство по данной теме под названием «Кодекс передовой практики по предоставлению займов в ценных бумагах»¹.

(10)

Официально придерживаясь принципов, изложенных в «Заявлении МСКУ о принципах ответственности институциональных акционеров» от 2007 года, акционеры будут содействовать повышению роли корпоративного управления и защите своих прав. Более того, главным мировым рынкам следует выработать

¹ С Кодексом можно ознакомиться на сайте МСКУ: http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/sec_lending/2007_securities_lending_code_of_best_practice.pdf

кодекс передовой практики для инвесторов, основывающийся на принципе «соблюдай или объясняй». Подобно кодексу Совета по финансовой отчетности Великобритании, он будет способствовать повышению уровня прозрачности и подотчетности во всем инвестиционном сообществе.

1.4. Повестка дня МСКУ: основные вопросы, требующие решения

Кризис выявил ряд проблем, особенно актуальных для институциональных акционеров, и МСКУ будет стремиться к активному участию в их обсуждении. Ниже приведен перечень этих проблем и позиция МСКУ по каждому из них.

Усиление прав акционеров

Акционеры вряд ли способны принести пользу, контролируя деятельность советов директоров компаний, если их права ограничены. Принципиальное значение имеет их право назначать и смещать членов советов. Не менее важно справедливое отношение ко всем категориям акционеров, которые должны иметь возможность оказывать влияние на деятельность компаний, пропорциональное вложенному капиталу и связанными с этим рисками. Помимо этого, акционерам необходима система раскрытия информации, позволяющая им быть осведомленными о делах компании и реализовывать свои права на основании достоверных данных. Вмешательство правительства в деятельность финансовых учреждений не должно подрывать основные права акционеров. Структуры и принципы корпоративного управления, включая требование о полностью независимых директорах, обязаны служить гарантией соблюдения прав акционеров.

Укрепление советов директоров

Инвесторам требуются гарантии способности советов руководить добросовестно и обладать комплексом профессиональных навыков, необходимых для контроля над сложной бизнес-структурой и грамотного управления рисками. Комитеты по аудиту должны

четко представлять, что происходит внутри компании, а также понимать значимость полного раскрытия информации рынку. Компетенция и изменение состава совета директоров должны проверяться путем независимой оценки, а соответствующую процедуру следует сделать полностью прозрачной для рынка. В этом случае институциональные акционеры, наделенные надлежащими правами собственников, вполне могут при необходимости призвать советы к ответственности по указанным вопросам.

Содействие справедливости и прозрачности рынков

Рынки стали слишком непрозрачными, что особенно справедливо в отношении определенных рынков деривативов. Цена и объем сделок на рынках ценных бумаг и деривативов должны быть прозрачными и доступными для каждого. Прозрачность предпочтительнее ограничений на использование отдельных методов. Короткие продажи, например, представляют собой законный инвестиционный инструмент, который повышает ликвидность, способствует определению цены в ходе свободных торгов и, хотя и открывает возможности для хеджирования, часто уменьшает волатильность рынков. Мы не считаем, что продажи без покрытия следует искусственно ограничивать, однако компаниям и акционерам стоит опасаться ситуаций, когда создаются существенные короткие позиции. По мнению МСКУ, предпочтительным решением является прозрачная и ответственная политика кредитования в форме ценных бумаг. Для обеспечения механизма определения цен так называемые закрытые площадки,

(11)

(12)

которые функционируют за пределами регулируемых фондовых бирж, следует регулировать.

Независимые стандарты бухгалтерского учета

Политическое вмешательство в установление стандартов бухгалтерского учета должно быть исключено. Базирующийся на справедливой стоимости подход, согласно которому активы, для которых не существует рынка, оцениваются наиболее близко к текущей рыночной стоимости, обвиняют в усилении циклических колебаний. В целом инвесторы поддерживают ценообразование, основанное на определении справедливой стоимости и дающее реальную картину происходящего. Существующие трудности, безусловно, подлежат устранению, однако отступление от данного подхода подорвет доверие к финансовой отчетности. Более того, важно понимать существование различия между справедливой стоимостью, используемой в целях отчетности, и справедливой стоимостью для расчета потребности в минимальном капитале. Позиция МСКУ заключается в том, что при проведении нормативно-правовых реформ необходимо расширить стандарты бухучета для обеспечения отчетности об актуальных и существенных внебалансовых сделках. Следует и далее совершенствовать описательную часть отчетности с тем, чтобы инвесторы лучше представляли себе грозящие компании риски. МСКУ приветствует внесение коррективов в управление органами, устанавливающими стандарты бухгалтерского учета, и обеспечение участия в их деятельности всех заинтересованных сторон. Эти планы должны предусматривать усиление влияния акционеров¹.

(13)

¹ Согласно уставу, работа над пересмотром которого недавно была завершена, совершенствование управления Фондом Комитета по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB) предусматривает усиление ответственности перед обществом путем регулярных консультаций и более активное участие инвесторов. Как известно, IASB контролирует деятельность Совета по международным стандартам бухгалтерского учета (IASB), устанавливающего стандарты бухгалтерского учета, которых придерживается большинство стран за пределами США.

Установление размера вознаграждения

Акционеры должны заставить советы директоров нести ответственность за решения, которые они принимают по вопросам вознаграждения высших должностных лиц компаний. Роль акционеров заключается не в том, чтобы взять на себя ответственность за всю систему вознаграждения в финансовых учреждениях или компаниях. Они могут выступить инициаторами и гарантами разработки советами директоров политики, которая вознаграждает за стабильные результаты деятельности, а не подталкивает сотрудников компании к принятию на себя чрезмерных рисков. При условии предоставления права голосовать по вопросам вознаграждения, акционеры обязаны нести ответственность за стимулирование директоров таким образом, чтобы благоприятствовать выработке согласованной средне- и долгосрочной стратегии и соотносить их интересы с интересами акционеров¹. Крайне важно не выплачивать вознаграждение за ошибочные действия. Должна быть также предусмотрена возможность возврата поощрительного вознаграждения, выплаченного на основании ложно представленных результатов работы или в связи со сделками, которые впоследствии повлекли существенные убытки. По всей видимости, институциональные акционеры поддержат регулирование, которое закрепляет эти принципы при условии, если оно не станет чрезмерно директивным и будет призвано обеспечивать достижение реальных результатов.

(14)

Регулирование деятельности рейтинговых агентств

Требуется усиление конкуренции на рынке кредитных рейтинговых агентств. Любое регулирование должно носить многосторонний характер и не создавать входных барьеров для новых участников. Агентства по присвоению кредитных рейтингов не вправе обладать эксклюзивными правами на информацию, которая может представлять ценность для всех инвесторов при оценке рисков. И напротив, инвесторам не следует

¹ See: The Pittsburgh Summit 2009.
<http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>

излишне полагаться на кредитные рейтинги. Конфликты интересов в различных отраслях экономики потребуют принятия нормативно-правовых решений, однако инвесторы должны быть готовы к активной поддержке создания новых каналов информации. МСКУ приветствует заявления «Большой двадцатки», подчеркивающие необходимость решать конфликты интересов и совершенствовать раскрытие рейтинговыми агентствами информации о корпоративной практике и процедурах.

1.5. Выводы

Корпоративному управлению предстоит сыграть важную роль в преодолении финансового кризиса, восстановлении веры в будущее и предотвращении чрезмерного регулирования, которое может подорвать предпринимательский дух, необходимый для обеспечения экономического роста. Институтам власти во всех странах следует продолжить совместную с участниками рынка работу по выработке усовершенствованной корпоративной практики, которая станет неотъемлемой частью других мер, предпринимаемых в целях решения текущих проблем.

Прежде всего это означает обеспечение интересов акционеров, необходимое для ответственного, информированного и взвешенного осуществления ими своих прав. Наделенные соответствующими правами, акционеры могут сыграть важную роль в привлечении руководителей компаний к ответственности за то, каким образом они осуществляют управление рисками и повышают инициативность членов совета директоров.

В свою очередь, акционеры должны осознавать, что им следует пользоваться своими правами собственности на акции ответственным образом, в интересах создания долгосрочной стоимости для своих бенефициаров. Если акционеры не проявят ответственности, их права окажутся под угрозой и шансы на укрепление этих прав будут упущены.

(14)