

Review биржевая инфраструктура

Инвестиционный стандарт

Уровень корпоративного управления, или весь комплекс мероприятий публичной компании по взаимоотношению с инвесторами, за последнее десятилетие на российском рынке заметно вырос. Компании уже не смущают оперативное и подробное раскрытие информации или наличие независимых членов в их советах директоров. Однако уровень защиты прав миноритарных акционеров оставляет желать лучшего. Ситуация изменится, когда главными критериями бизнеса для компаний станут конкурентоспособность и эффективность.

— корпоративное управление —

Тихие акционеры

Миноритарные акционеры отечественных компаний нередко остаются проигравшими в корпоративных конфликтах. В этом году ярким примером стала ситуация в компании «Фармстандарт» — крупнейшем российском производителе лекарств. В начале июля 2013 года «Фармстандарт» сообщил, что планирует приобрести сингапурскую компанию Beveg Pharmaceutical за \$630 млн. Информацией о причинах сделки и о том, какие активы принадлежат этой компании, а также кто ее владелец, на момент объявления участники рынка не располагали. А «Фармстандарт» не торопился ее раскрывать. Одновременно производитель лекарств объявил о планах по реорганизации компании путем вывода в отдельную структуру бизнеса по выпуску безрецептурных лекарственных средств. В первый же торговый день после появления информации котировки ценных бумаг «Фармстандарт» рухнули. В Лондоне депозитарные расписки компании упали в цене на 17,9%, до \$16,5, акции на Московской бирже подешевели на 8,6%, до 2 тыс. руб. В дальнейшем падение продолжилось — за три дня компания лишилась половины капитализации. Лишь через несколько дней после объявления «Фармстандарт» признал, что владельцем сингапурской компании является член совета директоров компании Александр Шустер. Впоследствии акционеры компании одобрили и приобретение Beveg, и реорганизацию бизнеса. Однако теперь «Фармстандарт» придется выкупить акции у акционеров, проголосовавших против или не участвовавших в собрании. А котировки его ценных бумаг за прошедшие четыре месяца так и не восстановились.

Комментарию подобные истории, эксперты неизменно упоминают низкое качество корпоративного управления в российских компаниях. В чем же заключается это управление, какие требования к нему предъявляют прежде всего зарубежные инвесторы? «Обычно это целый ряд требований. Одно из основных — сильный и сбалансированный совет директоров», — рассказывает старший менеджер PwC Елена Дубовицкая. По ее словам, инвесторов волнует наличие в совете по-настоящему независимых и профессиональных директоров. «Другими требованиями, как правило, являются наличие четкой и понятной стратегии, эффективный менеджмент, а также прозрачность и раскрытие информации», — поясняет госпожа Дубовицкая. Кроме того, есть требование к регулярному раскрытию информации, прежде всего по международным стандартам. Крайне пристально инвесторы оценивают и систему риск-менеджмента компании, независимого внутреннего аудита. «И, естественно, их волнуют ме-

ханизмы реализации прав миноритарных акционеров», — добавляет эксперт.

Все это входит в понятие лучших стандартов корпоративного управления (corporate governance best practices). И в части внедрения в практику российских компаний этих стандартов эксперты отмечают очевидный прогресс. «Уровень корпоративного управления компаний в России постепенно повышается. В силу разных причин — как внешних, так и внутренних. С одной стороны, все больше компаний стремятся совершенствовать практику корпоративного управления и повышать свою прозрачность, чтобы соответствовать ожиданиям инвесторов, как российских, так и международных. С другой стороны, мы видим и влияние внешних стимулов — это и изменение корпоративного законодательства, и разработка новой редакции российского кодекса корпоративного управления, а также ряд инициатив государства по улучшению работы советов директоров госкомпаний», — говорит госпожа Дубовицкая.

Действительно, до 2004 года лишь четыре российские компании провели IPO на зарубежных рынках. В последние годы первичное размещение за рубежом провели почти четыре десятка компаний. Почти две сотни российских компаний и банков разместили еврооблигации. Если еще десять лет назад регулярную отчетность по МСФО публиковали от силы полтора-два десятка российских эмитентов, то в настоящее время сотни эмитентов (за исключением разве что дочерних предприятий), как минимум, раз в год раскрывают эту отчетность. В апреле этого года после длительного перерыва опубликовала отчетность по МСФО и такая информационно закрытая компания, как «Сургутнефтегаз». Для российских банков это вообще законодательное требование. В ближайшем времени новый сервис по раскрытию информации компаний будет запущен на сайте Национального расчетного депозитария (входит в группу «Московская биржа»), выполняющего функцию центрального депозитария.

Громкие результаты

Однако количественная оценка роста уровня корпоративного управления по большинству компаний отсутствует. Ни одного авторитетного международного рейтинга уровня корпоративного управления российских компаний никто не издает — ни в России, ни за рубежом. Единственный национальный рейтинг корпоративного управления компаний публикует Российский институт директоров (РИД) в консорциуме с рейтинговым агентством «Эксперт РА». Однако в открытом доступе раскрыта информация всего по 13 отечественным компаниям. До 2011 года оценку качества корпоративного управления проводило международное рейтинговое агентство Standard & Poor's.

По каким-то отдельным критериям, будь то число корпоративных конфликтов, или по количеству избираемых независимых директоров, сделать объективный вывод об уровне корпоративного управления российских компаний не получится, считает заместитель исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ) Александр Шевчук. «Даже если взять статистику АПИ по количеству избираемых независимых директоров в компании», — рассказывает он. По словам господина Шевчука, особой динамики здесь хоть и не наблюдается, но и угрожающего роста корпоративных конфликтов с миноритариями на рынке нет.

У Российского института директоров есть свои исследования развития практики корпоративного управления компаний в России. В одном из них первый заместитель директора РИД Владимир Вербицкий приводит оценки того, как развивалась практика корпоративного управления российских компаний в период 2004–2011 годов. Оценка производилась на основе четырех аспектов корпоративного управления: обеспечение прав акционеров, деятельность органов управления и контроля, раскрытие информации и корпоративная социальная ответственность. Существенная положительная динамика за указанный период наблюдалась по трем направлениям — управлению и контролю, раскрытию информации и социальной ответственности компаний. Зато ситуация в обеспечении прав акционеров с 2004 года практически не изменилась даже и за такой внушительный срок.

Недавно Sberbank Investment Research (SIR) опубликовал исследование о влиянии качества корпоративного управления на капитализацию компаний. Эксперты SIR проанализировали 160 событий из области корпоративного управления за последние десять лет. И оценили такие факторы, как смена собственника, выплата дивидендов, соблюдение прав миноритарных акционеров и др. В результате эксперты SIR пришли к выводу, что ни одно событие, будь то переход компании на МСФО или смена независимых директоров, не оказывает такого влияния на капитализацию компании, как ущемление прав миноритарных акционеров. Согласно оценкам SIR, нарушение прав миноритариев приводит к падению котировок компании в среднем на 24% за месяц и на 40% по итогам полугодия.

Расчеты экспертов SIR подтверждаются и на уровне отдельных компаний. К примеру, АПИ, в которую входит 30 крупных инвестиционных фондов с объемом вложений \$28 млрд в российские компании, отстаивала интересы миноритариев не только в конфликте с фармацевтической компанией, но и в конфлик-



При лечении корпоративных конфликтов миноритарные акционеры российских компаний нередко получают только горькое лекарство

тах акционеров с «Седьмым континентом», «Ингосстрахом» и «Силовыми машинами». В очередном конфликте — между «Роснефть» и акционерами «ТНК-ВР холдинга» (теперь «РН холдинг») — АПИ пыталась отстоять права миноритариев (фонды Templeton Emerging Markets Group, Allianz Investments и Prosperity Capital), не согласных с ценой выкупа их акций.

Совсем недавно Россия сенсационно впервые вошла в сотню стран авторитетного рейтинга Doing Business, с которым эксперты Всемирного банка оценивают уровень легкости ведения бизнеса в стране. В этом году Россия улучшила свое положение сразу на 19 позиций, сделав скачок со 111-го места на 92-е. Только по трем показателям из десяти Россия ухудшила свое положение. В частности, по показателю «защита инвесторов» страна снизилась со 113-го на 115-е место. В то время как амбиции властей распространяются на двадцатку стран и уже к 2018 году.

Все дело в специфике российского бизнеса. Действительно, самой характерной чертой российских компаний является высокая концентрация бизнеса в руках одного или нескольких доминирующих акционеров. Например, во многих американских публичных компаниях доля крупнейшего акционера не превышает 10%, а free float приближается к 100% (то есть в их составе нет контролирующего инвестора). В подавляющем большинстве российских публичных компаний контрольный пакет принадлежит одному или нескольким акционерам, совмещающим роль и управляющие функции. Неудивительно, что часто такие компании продолжают управляться ими как частные фирмы.

Тонкая настройка

Наиболее продвинутой в области внедрения corporate governance best practices российские частные и государственные публичные компании основными драйверами общего повышения качества корпоративного управления в России, по мнению господина Вербицкого, уже не станут. Они достигли определенного потолка и больше занимаются тунингом своего уже довольно неплохо-

го корпоративного управления, считает он. Драйверами могут стать компании среднего бизнеса, чьи владельцы отходят от оперативного управления. Дополнительными драйверами развития корпоративного управления отечественных компаний становятся инициативы государства. Увеличивается количество независимых директоров в госкомпаниях, чиновники выведены из советов директоров. В ноябре в Госдуму был внесен законопроект об ограничении размера «золотых парашютов» топ-менеджеров госкомпаний их средним шестимесячным заработком. «Государство все чаще обращается за консультациями по вопросам корпоративного управления к специалистам — в частности, инициируется создание различных комитетов и рабочих групп. В этой связи есть основания ожидать проведения масштабных проектов по реформированию системы корпоративного управления в госкомпаниях в преддверии приватизации», — отмечает Елена Дубовицкая.

Еще одним важным событием должно стать принятие новой версии Кодекса корпоративного управления. Над документом не один год работал экспертный совет по корпоративному управлению при ФСФР, на практике применять его будет ЦБ. Ряд положений кодекса уже прописан в требованиях к эмитентам, проходящим процедуру листинга на российских биржах. Новый кодекс, конечно, нужен. Хотя законодательство, направленное на защиту прав акционеров в России, уже во многом является более передовым, нежели в ряде развитых стран. «У нас у акционеров есть возможность кумулятивного голосования. А, например, в Великобритании такой возможности у миноритариев нет», — отмечает Александр Шевчук. По его мнению, главный тренд — это повышение активности миноритариев в управлении компаниями, от которых инвесторы хотят эффективности. А господин Вербицкий уверен, что российские компании приходят к пониманию: внедрение тех или иных стандартов корпоративного управления должно быть вызвано только такими понятиями, как конкурентоспособность и эффективность.

Мария Глушенкова

Переход от частного к общему

— перевод активов —

Одним из ключевых моментов создания и успешного функционирования центрального депозитария на базе Национального расчетного депозитария (НРД) стал перевод активов в новую структуру. Основная их часть была переведена в НРД всего за месяц. Участники рынка отмечают в основном временные трудности перевода средств из реестров. Вместе с тем подписанное акционерное соглашение позволяет участникам рынка оказывать влияние на управление центральным депозитарием.

Реестры — для акционеров, депозитарии — для инвесторов

Исторически российский рынок ценных бумаг развивался таким образом, что реестродержатели (или регистраторы) появились раньше, чем депозитарии, и первоначально учет активов осуществлялся на лицевых счетах, открытых в реестрах акционеров. Депозитарии также имели возможность учитывать активы инвесторов, предлагая дополнительные сервисы, в первую очередь расчетные, которые отсутствовали у реестродержателя. По словам руководителя управления учета бизнес-операций «Альфа-капитал» Елены Родиной, «раньше учет ценных бумаг осуществлялся в разных депозитариях и реестрах, что требовало постоянного отслеживания мест хранения при учете и расчетах с контрагентами». В результате при необходимости предварительного перевода бумаг в другое место хранения возникали дополнительные затраты по сделке, задержки в сроках.

Одним из существенных отличий между регистраторами и депозитариями был принципиально разный подход к построению тарифной модели. Хранение активов на лицевых счетах реестродержателей было бесплатным, но операции по счетам стоили довольно дорого. Вместе с тем тарифная модель депозитариев предполагала плату за хранение, но плата за проведение операций была меньше. Как отмечает заместитель гендиректора «Фай. Ман энд Гор секьюритиз» Виталий Сырин, «для тех, кто хранил ценные бумаги в реестре, процедура перерегистрации была дорогой, трудозатратной и занимала много времени». Дорого — из-за тарифов реестродержателя, которые он устанавливал сам, сложно — из-за наличия у каждого реестродержателя своего документооборота (как правило, только бумажного). Особенностями того периода также являлись отсутствие договорных отношений между реестродержателями и зарегистрированными лицами, множественность реестродержателей с разными тарифами и условиями обслуживания. Таким образом, регистраторы оказывались более выгодными для тех инвесторов, которые редко меняли структуру своего портфеля. Депозитарии предоставляли возможность оперативно управлять своим портфелем в зависимости от конъюнктуры рынка.

НРД, как и любое иное зарегистрированное в реестре акционеров лицо, имел лицевой счет в каждом реестре акционеров, при этом между реестродержателями и зарегистрированными лицами не было заключено никаких договорных отношений. Зарегистрированное лицо, передающее ценные бумаги, подавало в одностороннем порядке передаточное распоряжение реестродержателю и ожидало ответа три-пять

дней в зависимости от результата. При этом принимающая сторона вообще могла быть не в курсе того, что на ее лицевой счет поступили какие-либо активы.

Таким образом, в России сложилась крайне запутанная система хранения ценных бумаг. В частности, неоднозначным оставался ответ на вопрос, кто дает финальное подтверждение прав собственности. Все время возникали разногласия, регистратор или депозитарий, какова роль, например, расчетного депозитария биржи в смене собственника. В результате иностранные инвесторы предпочитали отказываться от инвестирования в Россию, нежели разбираться в российской системе учета.

С появлением закона «О центральном депозитарии» многое упростилось. Все сконцентрировано в одном месте. Централизация, в свою очередь, снижает любые операционные риски, возможность недобросовестного поведения того или иного

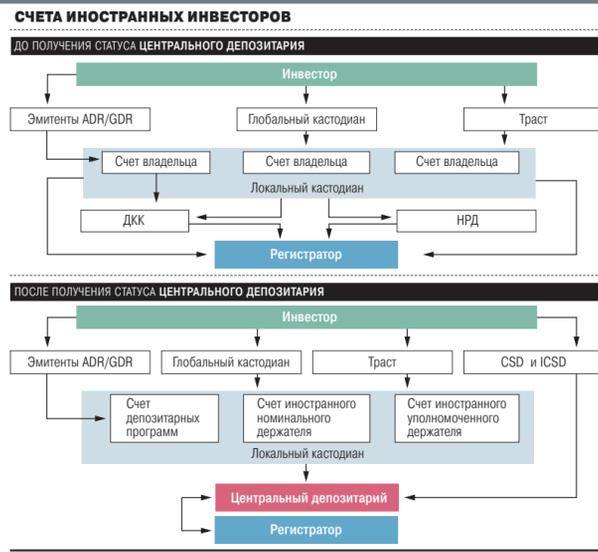
участника учетной системы, упрощает расчеты из-за эффекта масштаба, ускоряет транзакции, потому что все автоматизировано, ускоряет процесс обмена информацией. Центральный депозитарий снимает риски защиты прав собственности. Теперь финальные права подтверждает центральный депозитарий, он несет всю ответственность, и это прописано законом.

Концентрация активов в центральном депозитарии повысила эффективность работы с ними, соглашаются участники рынка. За счет делегирования особыми полномочиями и обязательствами центрального депозитария в соответствии с законом о нем повысилась надежность хранения (теперь исключены многие схемы мошенничества с ценными бумагами) и соблюдения прав акционеров. Впрочем, участники рынка отмечают и риски централизованного хранения активов. В частности, Виталий Сырин указывает, что «при серьезной технической проблеме на

ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ, СВЯЗАННЫЕ С ВСТУПЛЕНИЕМ В СИЛУ ЗАКОНА «О ЦЕНТРАЛЬНОМ ДЕПОЗИТАРИИ»

Возможность открытия счета иностранного номинального держателя иностранным центральным депозитарием. Признание НРД в качестве «приемлемого депозитария», согласно правилу 17f-7. Обязательность осуществления обмена информацией и документами в электронной форме при взаимодействии ЦД с его клиентами и реестродержателями. Открытие в реестрах лицевого счета номинального держателя центрального депозитария исключает возможность открытия другим депозитариям лицевых счетов номинального держателя. Ограничения по видам счетов депо, открываемых ЦД депонентам. Осуществление операций в реестре по лицевому счету номинального держателя

центрального депозитария на основании встречных поручений. Оказание центральным депозитарием услуг по хранению резервной копии реестра владельцев именных ценных бумаг. Сверка записей по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария в реестре, исправление ошибочных записей по лицевому счету номинального держателя центрального депозитария только с согласия ЦД. Подтверждение центральным депозитарием данных о владельцах ценных бумаг для осуществления прав по ценным бумагам. Обеспечение центральным депозитарием постоянного доступа для депонентов к данным их счетов депо в электронной форме.



стороне НРД возникнет перерыв или сбой в работе всех его клиентов. Это, безусловно, критично, поскольку существует риск не исполнить вовремя обязательства, закрепленные в условиях договоров клиентов центрального депозитария, что, в свою очередь, может повлечь репутационные и финансовые потери.

ЦД — для всего рынка

Процесс подготовки НРД к работе в рамках закона «О центральном депозитарии» начался еще до присвоения НРД статуса центрального депозитария. Основной задачей по обеспечению исполнения НРД функций централизация массового перевода активов из реестров в центральный депозитарий в течение марта 2013 года (транзитный период) и открытие (переквалификация) счетов номинального держателя центрального депозитария (НДЦД) в реестрах. При этом необходимо было обеспечить минимизацию создания проблем

(технических и материальных) всем участникам рынка при переходе на новую модель.

По времени перевод активов проходил следующим образом. 14 марта произошла переквалификация первого счета на Московской бирже. К 16 апреля, то есть через месяц после начала, был переквалифицирован 1161 счет. Задержка произошла со счетами «Газпрома» (см. интервью с Эдди Антониным). Но уже 2 сентября в реестре акционеров «Газпрома» счет НРД переквалифицирован в лицевой счет номинального держателя центрального депозитария (НДЦД). Тогда же началась переквалификация счетов номинального держателя в счета НДЦД в реестрах паев. Всего на настоящий момент открыто или переквалифицировано более 1360 счетов НДЦД. При этом если на начало марта объем активов в НРД оценивался в 13 трлн руб., то к 31 марта он вырос до 17 трлн руб., а к 29 сентября составлял уже 20,4 трлн руб.