

© 2000 г.

С. Нестор,

глава Управления ОЭСР по делам корпораций;

Ф. Джезовер,

руководитель проекта в Управлении ОЭСР по делам корпораций

ПРИНЦИПЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ОЭСР В ОБЛАСТИ ПРАВ АКЦИОНЕРОВ И ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДЛЯ НИХ РАВНЫХ УСЛОВИЙ: ИХ АКТУАЛЬНОСТЬ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

1. Контекст

1. Финансовый кризис 1998 года стал в России катализатором процесса, выдвинувшего на передний план дискуссии по экономической политике вопросы корпоративного управления. По мере уменьшения ликвидных средств, предприятия, столкнувшиеся с реальностью рыночных сил, начали осознавать важность создания прочной конструкции корпоративного управления. Получившие широкую огласку злоупотребления, связанные с управлением акционерными обществами, на которые мало кто обращал внимание в период бурного роста акционерного капитала в 1997 году, стали восприниматься как серьезное препятствие для привлечения инвестиций. «Инсайдеры» всеми доступными средствами «обдирали» предприятия, освобождая их от активов. Инвесторы часто сталкиваются со случаями размывания их долей в результате действий владельцев контрольных пакетов. Сталкивающиеся с нехваткой капитала компании попирают интересы кредиторов, используя процедуру неплатежеспособности как стратегическое орудие, позволяющее не соблюдать платежную дисциплину.

2. На встрече за круглым столом, состоявшейся в июне прошлого года, участники пришли к единому мнению о том, что из всех вопросов, которые следует рассмотреть на заседаниях круглого стола, защита акционеров является наиболее важным и актуальным. Но почему именно защита акционеров стала сегодня ключевым аспектом корпоративного управления в России? Дело в том, что сейчас вопросом номер один является внешнее акционерное финансирование. В других странах с пере-

Доклад на конференции "Инвестиционный климат и экономическая стратегия России", проведенной в Москве в апреле с.г. Высшей школой экономики и Центром стратегических разработок при участии Международного валютного фонда и Всемирного банка.

ходной и развивающейся экономикой внешнее акционерное финансирование – это лишь одно из множества средств корпоративного финансирования, однако Россия не может позволить себе роскоши выбора. Возможность использования банковской системы в качестве локомотива корпоративного управления и финансирования была взята на вооружение в 1994 году и принесла отрицательный результат. Вопреки уверениям авторов программы залоговых аукционов и их последователей, банки не смогли инициировать инвестиционный бум на российских предприятиях. Вместо этого они, по-видимому, воспользовались активами предприятий для повышения доходности собственных операций и обогащения, как для себя, так и для своих хозяев, придав при этом новое значение выражению «конфликт интересов». После финансового краха 1998 года большая часть российского банковского сектора оказалась в плачевном состоянии, а российские предприятия были брошены на произвол судьбы.

3. Некоторые страны с переходной экономикой смогли использовать прямые иностранные инвестиции (ПИИ) для стимулирования корпоративных инвестиций и реструктуризации. В то же время модель корпоративного управления, основанная на широком присутствии иностранных стратегических инвесторов в ключевых отраслях экономики, требует стабильного и тщательно культивируемого политического климата. В российской ситуации такой вариант не представляется возможным по политическим причинам. Поэтому Россия получила в 1998 году прямых иностранных инвестиций всего на 1,5 млрд долл. США, то есть меньше, чем Венгрия и малую толику (немногим более 2 процентов) от ежегодного притока инвестиций в Китай. Хотя привлечение ПИИ должно оставаться приоритетом в некоторых отраслях (например, в том же банковском секторе), значительный приток ПИИ в среднесрочной перспективе маловероятен. В результате внешнее акционерное финансирование остается единственным реальным выходом для крупных российских предприятий, страдающих от отсутствия капиталовложений.

4. Финансирование на основе акционерного капитала тесно связано с рядом других ключевых особенностей российского корпоративного ландшафта. Начнем с того, что в российском корпоративном секторе, хорошо это или плохо, крупные предприятия доминируют в большей степени, чем в любой другой стране с переходной экономикой. В результате массовой приватизации для большинства крупных предприятий характерна рассеянная, публичная модель собственности, хотя они и не «котируются» на фондовой бирже в строгом смысле этого слова. Именно поэтому Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) несет ответственность за любой выпуск ценных бумаг этими компаниями; только в прошлом году состоялось около 25 тысяч выпусков акций. Хотя в большинстве из них фигурировали владельцы контрольных пакетов, значительная часть этих акций все еще находится в руках работников

предприятий, мелких инвесторов – физических лиц и иностранных инвесторов. Преобладание такой модели собственности указывает как на важность защиты внешних инвесторов, так и – в случае обеспечения такой защиты – на возможность повышения ликвидности рынка при затрате меньших усилий по сравнению, скажем, с развивающимися или новыми рынками, на которых уже укоренилась семейная модель собственности.

5. Хотя прозрачность (транспарентность), раскрытие информации и наличие эффективных независимых органов управления важны и для корпоративного управления, их функции все же этим не ограничиваются. Соблюдение этих принципов ведет к совершенствованию всех видов управления, кем бы оно ни осуществлялось – государством, банком или стратегическим партнером. В большинстве стран разработка правил раскрытия информации и совершенствование практики работы органов управления (советов директоров) тесно связаны с развитием самого рынка. С другой стороны, защита акционеров меньшинства в гораздо большей степени базируется на нормативном фундаменте, на котором будут закладываться предпосылки для внешнего финансирования. На данном этапе низкая ликвидность, малая глубина рынков и ограниченные возможности выхода являются еще одной причиной привлечения внимания к необходимости совершенствования защиты прав акционеров; акционеры на практике не могут продать свои акции, поэтому они должны иметь возможность пользоваться своим правом голоса. Наконец, совершенствование защиты акционеров также стало бы немаловажным сигналом; поскольку низкая репутация российского рынка в значительной степени связана со злоупотреблениями в ущерб акционерам, наиболее эффективным средством повернуть вспять эту тенденцию стал бы прогресс в этой области.

6. В дискуссии по корпоративному управлению можно выделить два важных аспекта. Один из них касается разработки и создания правовой базы, а другой – делового климата, подходов корпораций и инвесторов к тем или иным вопросам, короче, поведения институтов частного сектора.

7. В принципе, права и равноправие акционеров – это прежде всего (но совсем не исключительно) прескрипционный, рамочный вопрос. Но здесь следует провести дополнительное различие между вопросами адекватности самой правовой базы и вопросами, связанными с ее реальным применением на практике. Россия достигла значительного прогресса по созданию правовой базы защиты прав акционеров. В 1996 году в России был принят закон «Об акционерных обществах», в котором были определены базовые принципы защиты прав акционеров и корпоративного управления. Этот закон, несмотря на все его несовершенства, стал значительным шагом вперед по сравнению с противоречивым законодатель-

ством, которое существовало на момент массовой приватизации 1992 года. В 1999 году был принят закон «О защите прав инвесторов», который расширил полномочия ФКЦБ и укрепил слабую прежде правовую базу, определенную федеральным законом «О рынке ценных бумаг» 1996 года.

8. Применение законов на практике, напротив, оставляет желать лучшего. Причину этой слабости следует искать в принципиальных проблемах управления акционерными обществами, которые мучают Россию последние 10 лет. Работники судебных органов, по крайней мере на низовом уровне, не получают должной оплаты, перегружены работой и зачастую коррумпированы. Местные органы власти зачастую имеют чрезмерное влияние не только на судей, но и на администрацию предприятий; хотя у них могут быть какие-то законные интересы, если речь идет о градообразующих предприятиях, во многих случаях их вмешательство объясняется коммерческими интересами, которые представляют собой вариант «кумовского капитализма». Но даже в тех случаях, когда справедливость торжествует, вследствие слабой инфраструктуры правоприменения исполнение судебного решения может вылиться в длительный и сложный процесс с неопределенным исходом.

9. В то же время, огромное значение имеет и отношение к правам акционеров со стороны частного сектора. Можно утверждать, что в российских условиях оно будет особенно важно в ближайшей перспективе, поскольку применение этих правил еще не внушает доверия. Что касается акционерных обществ, российские предприятия уже начинают сигнализировать о своем стремлении перевернуть страницу своего грешного прошлого. Понимая, что внешнее финансирование не станет реальностью, пока их хорошее поведение не получит подтверждения, менеджеры начинают все более открыто реагировать на опасения инвесторов. Если допустить, что такая тенденция сохранится, ее можно отнести отчасти на счет недавних изменений в структуре собственности, а отчасти — на счет выхода банков из числа ведущих законодателей моды корпоративного управления.

10. Но впереди еще долгий путь. С одной стороны, российские акционерные общества снискали репутацию, пожалуй, худших в мире в плане нарушений прав акционеров. С другой стороны, обслуживающие их инвесторы и посредники финансового рынка все громче поднимают свой голос и становятся все более организованными, не в последнюю очередь благодаря новым полномочиям по защите инвесторов, которые были им предоставлены в законе «О защите инвесторов» 1999 года. Но и здесь предстоит большая работа, как по разработке нормативных актов, так и по развитию рынка. Необходимо уверить людей в том, что участники рынка играют по правилам и что рынок может функционировать

на честной основе. Что самое важное, в России отсутствуют институциональные инвестиции, которые соответствовали бы размеру ее корпоративного сектора. Прежние эксперименты, при которых предпринимались попытки использовать поступления от массовой приватизации для создания таких институтов, потерпели неудачу, но государству, возможно, придется помочь им в их становлении. Именно при помощи таких институтов можно будет мобилизовать сбережения и стимулировать как внутренние инвестиции, так и прогресс в области корпоративного управления.

11. На следующих двух страницах мы остановимся на двух главах Принципов корпоративного управления ОЭСР, посвященных правам и равноправию акционеров, рассматривая их через призму российских условий корпоративного управления. Эти Принципы были разработаны в расчете на компании, котирующиеся на фондовой бирже, т.е. компании, в которых есть как внешние мелкие, так и институциональные акционеры, а также «инсайдеры» (например, семьи или другие владельцы пакетов акций). Это означает, что они хорошо подходят для использования в качестве инструмента оценки корпоративного управления в России применительно к крупным компаниям.

12. Эти принципы носят общий характер и отличаются всеобъемлющим подходом; многие проблемы, с которыми сталкивается Россия, лишь отчасти связаны с их формулировками. Некоторые из них будут более актуальны для сегодняшней России, другие – менее. Иными словами, эти Принципы представляют собой первую попытку создания всемирного языка корпоративного управления, а не набор универсальных рецептов. В этом качестве они помогают направлять в нужное русло дискуссии, проходящие в рамках круглого стола. Соответственно, целью настоящего доклада является не представление готовых решений, а описание основных проблем на языке этих Принципов.

I. ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

13. Первая глава Принципов ОЭСР касается защиты прав акционеров и возможности акционеров оказывать воздействие на поведение акционерных обществ. В Принципах перечисляется ряд основных прав, включая права на: получение необходимой информации, долю в нераспределенной прибыли, участие в принятии решений по основным вопросам, справедливое и прозрачное отношение в случае перехода контроля, а также использование прав голоса в честных условиях. Акционеры, как законные собственники акционерного общества, должны быть уверены в том, что они смогут пользоваться этими правами в любой стране, независимо от юрисдикции.

А. Основные права акционеров.

14. В Принципах четко излагаются самые основные права акционеров. К ним относятся: обеспечение адекватных методов регистрации собственности, возможность передачи или перевода акций, участие в прибылях компании, получение своевременной информации и голосование на общих собраниях акционеров. Закон «Об акционерных обществах» закладывает прочную основу для осуществления большинства из этих прав; закон «О рынке ценных бумаг» значительно расширил обязанности по предоставлению информации акционерам. Тем не менее, нерешенные вопросы еще существуют в плане определения содержания прав, их осуществления и обеспечения.

15. Российский закон «Об акционерных обществах» предусматривает, что акционерные общества должны выпускать только зарегистрированные акции. В этом отношении он превосходит даже законодательство некоторых стран ОЭСР. Это означает, что защита имущественных прав начинается с обеспечения регистрации доли инвестора в реестре компании. В законе «О рынке ценных бумаг» изложены правила деятельности держателя реестра и определены права акционеров по получению свидетельства о собственности от регистратора, тогда как закон «Об акционерных обществах» обязывает все акционерные общества вести свой собственный реестр акционеров. Предприятия с количеством акционеров более 500 человек должны поручать ведение реестра независимой компании, лицензированной ФКЦБ в качестве регистратора. Торговля ценными бумагами в России требует того, чтобы любая передача ценных бумаг отражалась в реестре акционеров компании-эмитента и/или в реестре депозитария.

16. Акционерные общества и их руководители прямо или косвенно контролируют множество регистраторов; с самого начала это положение являлось источником злоупотреблений. Известен ряд случаев отказа в перерегистрации сделок с акциями и незаконного превращения обычных акций в привилегированные с тем, чтобы помешать акционерам воспользоваться их правами голоса. В последнее время усилия направляются на то, чтобы компании, контролирующие регистрацию собственных акций, все больше заменялись независимыми профессиональными регистраторами. Свидетельством достигнутого прогресса является значительно сократившееся количество регистраторов – с 500 в 1996 году оно упало до 125 на начало 1999 года.

Б. Право на участие в принятии решений и получение достаточной информации относительно решений, связанных с принципиальными изменениями в корпорации.

17. Важнейшими правами акционеров являются участие в принятии решений относительно принципиальных изменений в акционерном обществе и право на получение информации относительно возможностей их влияния на эти перемены. Такими принципиальными изменениями могут быть поправки к уставу акционерного общества, решение о выпуске дополнительных акций, а также решение о крупномасштабных сделках, ведущих к радикальному изменению структуры активов.

18. В России эти права определены весьма расплывчато, и часто мелкие инвесторы становятся жертвами злоупотреблений со стороны управляющих компаний или владельцев контрольных пакетов акций. Положения закона «Об акционерных обществах» относительно выпуска акций сформулированы настолько общо, что ими допускаются систематическое размывание акционерного капитала и непризнание преимущественных прав действующих акционеров на приобретение дополнительно выпущенных акций. Наглядным примером в этом отношении может служить компания «ЮКОС», в которой значительное меньшинство акционеров не было допущено к участию в годовом собрании акционеров и впоследствии было лишено возможности участвовать в увеличении капитала, решение о котором было принято на том собрании. Кроме того, многие компании игнорировали закон, выпуская акции без ведома общего собрания акционеров. Еще одним типичным примером является неуведомление акционеров, лишаящее их возможности воспользоваться преимущественными правами на приобретение дополнительных акций; кроме того, в законе не предусмотрено практически никаких санкций за неуведомление. Наконец, некоторые компании (например, «Сиданко») пытались использовать выпуск облигаций, конвертируемых в акции, как средство размывания капитала, поскольку в требованиях к регистрации таких выпусков в законе имеется лазейка, дающая возможность для последующего контроля за ними. ФКЦБ успешно вышла из этого нормативного тупика, но в деле «ЮКОС» ее действия не были столь успешными.

19. Закон «Об акционерных обществах» предусматривает утверждение крупных сделок решением общего собрания акционеров (или единодушным решением совета директоров в случае, если стоимость сделки не превышает 50 процентов балансовой стоимости компании). Однако эти положения отличаются расплывчатостью и не предусматривают никаких санкций за нарушение установленного порядка. Закон «Об акционерных обществах» предусматривает возможность оценки и выкупа акций существующих акционеров в тех случаях, если серьезные изменения (в основном связанные с переходом контроля или исчерпывающе перечис-

ленные в законе) происходят без их согласия. Однако на практике этим правом сложно воспользоваться в отсутствие механизма независимой оценки. До последнего времени результаты оценки не отвечали ожиданиям инвесторов – в качестве примера можно привести РАО “ЕЭС России”, которое выкупило акции иностранных инвесторов, сославшись на нарушение правила об ограничении иностранной собственности определенным процентом.

20. Многие ранние споры по вопросам, связанным с крупными сделками, относятся к периоду до принятия закона «Об акционерных обществах», когда многие компании принимали свои собственные уставы, которые оставались в силе, даже если они противоречили новому закону. Чтобы обеспечить выполнение закона «Об акционерных обществах», ФКЦБ обязала все российские акционерные общества внести поправки в свои уставы к июлю 1996 года. Не измененные должным образом уставы должны были стать недействительными. Однако на сегодняшний день изменена лишь незначительная часть уставов, что подрывает эффективность закона. ФКЦБ же не располагает возможностями наказания компаний, продолжающих нарушать закон.

В. Право на эффективное участие в общих собраниях акционеров и голосование на них, а также на получение информации о правилах, включая регламент голосования, которым регулируется проведение таких собраний.

20. Одним из способов влияния на решения общества является использование акционером своего права голоса на годовом собрании акционеров. Это предполагает наличие системы, которая обеспечивала бы эффективное участие акционеров в голосовании и адекватное выражение их точек зрения через механизм голосования по доверенности. В Принципах подчеркивается важность предоставления акционерам достаточной и своевременной информации относительно сроков, места проведения и повестки дня общего собрания. Для того, чтобы облегчить инвесторам участие в собраниях акционеров, некоторые страны ОЭСР расширили права акционеров по внесению предложений в повестку дня, упростив процедуру внесения поправок и проектов решений.

21. В Принципах приветствуются усилия компаний, направленные на устранение искусственных барьеров для участия в годовом собрании акционеров. В некоторых странах ОЭСР руководство компаний и акционеры, владеющие контрольными пакетами акций, порой пытаются помешать другим акционерам воздействовать на управление компанией, устанавливая плату за участие в голосовании, запрещая голосование по доверенности и требуя личного присутствия на собрании для участия в голосовании. Поэтому многие компании в странах ОЭСР стремятся со-

вершенствовать каналы связи с акционерами и механизмы принятия решений с участием акционеров.

22. В российском законе «Об акционерных обществах» изложены подробные правила созыва и проведения общего собрания акционеров, которые, судя по всему, соответствуют нормам, лежащим в основе Принципов ОЭСР. Однако на практике систематически появляются сообщения о нарушениях. Самым распространенным из них является непредставление акционеру надлежащего (или вообще какого бы то ни было) уведомления о сроках и месте проведения общего собрания акционеров, а также о его повестке дня. Остается надеяться, что недавнее решение суда по такому делу, в котором решения общего собрания акционеров были признаны недействительными из-за такого рода нарушений, послужат уроком для таких нарушителей закона.

23. Основным показателем того, насколько компания подотчетна владельцам, являются правила проведения голосования среди акционеров. В России не раз возникали случаи, когда на общих собраниях процедурные правила при голосовании не соблюдались и акционеры на различных основаниях лишались возможности участвовать в голосовании. В Принципах рекомендуется в целом признавать голосование по доверенности. Компании все больше делают упор на использовании техники при проведении голосования, включая голосование по телефону и по электронной почте, чтобы обеспечить как можно более широкое участие акционеров. В России голосование по доверенности все еще остается на рудиментарном уровне, а заочное голосование на практике просто невозможно.

Г. Структуры капитала и механизмы, позволяющие отдельным акционерам получить степень контроля, несоизмерную с их долей в акционерной собственности, должны предаваться гласности.

24. В некоторых странах ОЭСР руководство компаний и владельцы контрольных пакетов акций используют корпоративные структуры, такие, как группы компаний, пирамиды и соглашения между акционерами, чтобы обеспечить перераспределение контроля над компанией без соблюдения принципа пропорциональности. Как следствие, некоторые акционеры принимают на себя больший риск по сравнению с другими, хотя они и являются держателями одинаковых инструментов. Эффективный контроль и стратегическое управление основным акционером сами по себе не являются чем-то нежелательным для предприятия, и авторы Принципов не высказывают своего мнения относительно того, какие структуры собственности позволяют достичь этой цели наилучшим образом. Тем не менее, структуры собственности и контроля должны быть прозрачными в любых обстоятельствах. Это требуется потому, что внешним инвесторам, чтобы оценить свою собственную позицию и за-

интересованность в акционерном финансировании, необходимо иметь возможность четко выяснить, каким образом осуществляется контроль. Кроме того, следует отметить, что в таких ситуациях, когда рынок узок, а владельцы пакетов акций представляют собой доминирующую форму контроля, может быть, имеет смысл устанавливать более жесткий режим, который в дополнение к раскрытию информации предусматривал бы активную защиту акционеров меньшинства и увеличение ответственности контрольных органов.

25. В отношении российского рынка часто слышны жалобы о полном отсутствии ясности в структуре корпоративного капитала. Акционерные общества нередко используют сложные модели перекрестного владения акциями с участием финансовых институтов, образуя финансово-промышленные группы (ФПГ). Многие из этих групп сейчас распадаются в результате банковского кризиса, а в процессе этого крупные акционеры пытаются избавить акционеров меньшинства от их богатства. Действующие нормативные акты ФКЦБ предусматривают достаточно подробное раскрытие эмитентами информации относительно ведущих акционеров, требуя данных о любой доле в другом предприятии, превышающей 5 процентов. Закон «Об акционерных обществах» обязывает раскрывать такую информацию, начиная с 25-процентной доли. Однако акционеры часто скрывают свою собственность, приобретая акции через одну или несколько оффшорных компаний – «почтовых ящиков» – формально не связанных с владельцем-бенефициаром.

26. У регулирующих органов нет возможности добраться до этих собственников, даже если оффшорные корпорации и вызывают массу подозрений как центры коррупции. Еще одним средством перераспределения контроля над акционерной собственностью, рисков и официальных прав являются соглашения между акционерами. Согласно действующим правилам, никто не обязан раскрывать сведения о такого рода соглашениях, даже если они могут нанести ущерб интересам акционеров меньшинства. Более того, не требуется и раскрытия информации о внебалансовых сделках, связанных с передачей контроля, таких, как перекрестные гарантии по задолженности между аффилированными компаниями. Это подрывает эффективность правил по сделкам с заинтересованными лицами, «инсайдерским» операциям, конфликтам интересов и антимонопольной политике.

27. Характерной российской проблемой в этой связи является роль государства как крупного акционера множества больших акционерных обществ. В настоящее время трудно предсказать, как государство собирается управлять своими долями. Стратегия приватизации также весьма расплывчата, хотя какие-то продажи и происходят. В странах ОЭСР наблюдается явная тенденция к использованию государственных долей в качестве инструмента обеспечения большей прозрачности механизмов

корпоративного управления. Таким образом, государство в качестве управляющего коммерческими активами должно стать самым прозрачным из владельцев (и продавцов) активов. В России это еще более важно для восстановления репутации после «инсайдерских» сделок, преобладавших (по крайней мере, после 1994 года) как метод отчуждения государственных активов, и других «темных» механизмов корпоративного управления на государственных предприятиях. Как пример можно привести передачу контроля за РАО «Газпром» его администрации.

28. Предложенный проект закона «Об аффилированных лицах» мог бы стать важным шагом в решении вопросов, связанных с корпоративными группами и аналогичными средствами установления контроля, посредством ряда допущений относительно корпоративного контроля и ответственности, в чем-то схожих с принципами германского закона о корпоративных группах. Это, возможно, позволило бы заглянуть за фасад корпорации, то есть, возложить ответственность за долги аффилированной компании на головное предприятие. В своем нынешнем виде российский закон «Об акционерных обществах» (который следует читать вместе с Гражданским кодексом) серьезно ограничивает возможность проникновения за фасад акционерного общества. В результате блокируются усилия по привлечению контролирующей компании к ответственности за действия, навязанные ею «дочерней» компании, и убытки, нанесенные таким образом акционерам меньшинства последней.

Д. Рынки корпоративного контроля должны иметь возможность функционировать эффективным и прозрачным образом.

29. Принципы рекомендуют дать рынкам корпоративного контроля возможность функционировать эффективным и прозрачным образом. Нормативные акты, регулирующие поглощения, как правило, нацелены на обеспечение равноправия акционеров в процессе перехода контроля из одних рук в другие. Другая цель этих правил состоит в том, чтобы с помощью средств противодействия поглощениям не позволить руководителям компаний, имеющих широкий круг акционеров, проводить авантюристскую, оппортунистическую политику, прикрываясь рынком поглощений.

30. Изменения в области корпоративного контроля происходят в России достаточно часто. Обычно они принимают форму крупных продаж, обменов («свопов») активов или дополнительных выпусков акций, о которых говорилось выше. Однако поглощения через фондовый рынок — явление не столь уж частое, а поглощения против воли администрации или ведущих акционеров распространены еще меньше (хотя, по крайней мере, одна такая попытка имела место). Это объясняется господством крупных акционеров в крупных, «котирующихся» компаниях и крайне

низкой ликвидностью фондового рынка. При поглощении, предусматривающем приобретение более 30 процентов обычных акций, российский закон «Об акционерных обществах» требует обязательную заявку на все выпущенные в обращение акции. Однако детально этот механизм не разработан. Более того, это правило можно отменить путем внесения соответствующего положения в устав, и его нарушение не влечет за собой никаких санкций. Эти нормативные положения еще не прошли проверку в реальных условиях, но по мере развития российского рынка поглощений они могут показать свою весьма малую эффективность.

Е. Институциональные инвесторы должны учитывать, какие издержки и выгоды несет использование ими своих прав голоса.

31. В Принципах не выражается никакого отношения по вопросу о том, следует ли обязать институциональных инвесторов голосовать или же им стоит дать возможность проводить активную политику. Но сам по себе тот факт, что этот вопрос затрагивается в Принципах, свидетельствует о растущем значении этих инвесторов в контексте корпоративного управления. В России ввиду низкой ликвидности рынка потребность в активной политике со стороны этих институтов ощущается еще острее. Однако для того, чтобы это произошло, институциональным инвесторам требуется самим скорректировать свое поведение во избежание конфликта интересов и взять на себя инициативу по наведению порядка на рынке. В настоящее время здесь еще встречаются серьезные проблемы, в частности, в связи с различиями между торговлей ценными бумагами на частной основе и торговлей по счетам, а также торговлей на основе «инсайдерской» информации. Закон «О защите инвесторов» 1999 года расширил полномочия ФКЦБ и саморегулирующих организаций в этой области, но будут ли эти положения эффективно применяться на практике – покажет время.

II. РАВНОПРАВИЕ АКЦИОНЕРОВ

32. Во второй главе Принципов подчеркивается, что владельцы контрольных пакетов акций, советы директоров и другие органы управления должны одинаково относиться ко всем акционерам, включая акционеров меньшинства и иностранных акционеров. Торговля на основе «инсайдерской» информации и операции, проводимые в интересах руководства, а не акционеров, должны быть запрещены. Принципы предусматривают прозрачность при распределении прав голоса и возможностей их осуществления. Они также требуют раскрытия информации о любой материальной заинтересованности управляющих или директоров

в той или иной сделке или в вопросах, затрагивающих положение акционерного общества.

33. Хотя нормативная база должна защищать инвесторов от экспроприации, такие сделки неизбежны. Поэтому Принципы предусматривают предоставление акционерам возможности эффективной защиты в случае нарушения их прав. Правовая система, обеспечивающая средства правовой защиты акционеров, не владеющих контрольным пакетом акций, при разумных затратах и без чрезмерных проволочек является ключом к повышению доверия инвесторов в целом. Убежденность в ее эффективности гораздо важнее, чем количество судебных разбирательств, проходящих через нее, поскольку она обеспечивает доверие к системе корпоративного управления в целом. Многие страны со слабой судебной системой обнаружили, что альтернативные процедуры разрешения споров, такие, как административные слушания или арбитраж, организуемые органами, регулирующими рынок ценных бумаг, или другими регулирующими организациями, являются эффективным средством разрешения конфликтов, по крайней мере, на первой инстанции.

34. Российский закон «Об акционерных обществах» предлагает акционерам меньшинства ряд средств судебной защиты. К ним относятся обжалование решений общего собрания акционеров, возможность подачи иска о недействительности крупных сделок и сделок, в которых имеет место конфликт интересов. Возможность обращения с иском от имени третьего лица (например, о взыскании в пользу компании убытков, причиненных ей по вине ее руководителей) также предусмотрена законом для акционеров, контролирующих не менее 1 процента обыкновенных акций. Однако в ряде недавних дел суды давали вызывающую беспокойство интерпретацию положений закона о защите меньшинства. Было определено, что решения или действия, при которых были нарушены требования закона по раскрытию информации или по процедуре принятия решений, остаются в силе, если истец (акционер меньшинства) все равно мало что мог сделать, чтобы помешать их принятию или осуществлению. Это создает опасный прецедент в плане соблюдения предусмотренных законом требований и может стать неверным сигналом относительно толкования правовых норм как для тех, кто допускает злоупотребления, так и для тех, кто становится их жертвой.

35. Как уже отмечалось выше, существует ряд серьезных проблем в области юрисдикции и правоприменения. Суды принимают лишь документальные свидетельства, которые редко имеются в наличии, учитывая ограниченные возможности выявления нарушений и нежелание администрации раскрывать информацию. Более того, утверждают, что акционер, обращающийся в суд с иском против крупной компании, часто проигрывает дело в суде первой инстанции из-за сочетания предвзятости и коррупции в местных судах. Упорный акционер с неопровержимыми

уликами имеет шансы добиться положительного решения кассационного суда. Но на прохождение дела по трем кассационным уровням могут уйти годы. Даже на итоговой стадии, как известно, могут возникнуть проблемы с исполнением судебного решения, поскольку исполнение обеспечивается тем же самым предвзятым или коррумпированным судом первой инстанции, с которого и начинал акционер. Хотя ряд судебных разбирательств по таким искам уже идет, пока нет свидетельств, была ли реально выплачена компенсация акционерам за понесенные убытки.

36. К позитивным моментам можно отнести тот факт, что произошедшие в прошлом году изменения правовой базы значительно расширили арсенал средств судебной защиты. В законе «О защите инвесторов» 1999 года говорится, что ФКЦБ может обращаться с исками и участвовать в судебных разбирательствах от имени отдельных акционеров или государства в случае нарушения их прав. ФКЦБ возбудила около 130 дел, связанных с нарушением прав акционеров, выиграв более 80 процентов из них. Более того, такие саморегулирующие организации, как ПАРТАД или НАУФОР могут расследовать нарушения прав акционеров держателями реестров, депозитариями, доверенными лицами или брокерами. Необходимо продолжать работу по расширению сферы применения закона, с тем чтобы узкие места судебной системы меньше ощущались в будущем. От этого выиграют как пострадавшие акционеры, так и судебная система, которая уже не будет столь перегруженной и, таким образом, станет более внимательной и прозрачной в отношении рассматриваемых дел.

А. Отношение ко всем акционерам, относящимся к одному классу, должно быть одинаковым.

37. Принципы поддерживают максимальную прозрачность при распределении прав голоса между различными категориями акционеров; для любого изменения этих прав они требуют предварительного согласия акционеров. С другой стороны, Принципы признают, что многие страны с ликвидными и эффективными рынками могут отдать все решения относительно структуры капитала акционерных обществ на усмотрение и оценку (посредством раскрытия информации) акционеров, профессионально разбирающихся в этих вопросах. Поэтому в Принципах не выражается какого-либо отношения к правилу «одна акция – один голос» для обыкновенных акций, но в них красноречиво отмечается, что институциональные инвесторы и ассоциации акционеров поддерживают эту концепцию. Здесь также следует отметить, что принцип «одна акция – один голос» зачастую является требованием листинга, даже если сам закон этого не требует.

38. Однако в странах с переходной и развивающейся экономикой полное раскрытие информации, даже если оно требуется законом, на практике остается проблематичным. Поэтому простое правило «одна акция – один голос» для обыкновенных акций может стать важным средством привлечения внешнего финансирования. Эта позиция изложена в «Общих принципах права акционерных обществ в странах с переходной экономикой», документе ОЭСР, который появился на свет еще до Принципов. В России закон «Об акционерных обществах» включает принцип «одна акция – один голос». Это важная правовая основа. Однако имеются сообщения о том, что уставы некоторых акционерных обществ предусматривают разные критерии большинства в различных ситуациях, что может подорвать основную направленность закона. Хотя с правовой точки зрения эти критерии весьма сомнительны, на практике их пока никто не оспорил.

39. В странах ОЭСР набирает силу тенденция к отмене положений, автоматически позволяющих доверенным лицам голосовать акциями бенефициаров. Правила пересматриваются, обязывая таких лиц информировать акционеров обо всех возможных вариантах использования их права голоса, причем акционер может делегировать доверенному лицу все свои голоса или решить какими-то акциями проголосовать самостоятельно, а остальные голоса делегировать.

40. Ни в российском законодательстве, ни в профессиональной практике, по-видимому, нет положения о предварительных консультациях по голосованию акциями. Это может оказаться серьезным упущением, поскольку у посторонних акционеров нет практически никаких других средств воздействия кроме использования своего права голоса. Более того, предварительные консультации и занятые в их ходе позиции являются важным барьером на пути обвинений в подкупе доверенных лиц и других посредников заинтересованными кругами компании.

41. В России закон не дает никаких оснований относиться к иностранным инвесторам отлично от российских. Однако на практике происходили грубейшие нарушения в отношении иностранных инвесторов, которых не допускали на общие собрания акционеров и не давали им возможности проголосовать. Широко известен пример германской компании по производству строительных материалов, которая не смогла взять под контроль российское предприятие, в котором ей принадлежало большинство акций, поскольку местные органы власти Краснодар отказались признать решения федерального суда и вместо этого ренационализировали фабрику. Аналогичный случай произошел в Санкт-Петербурге, где был ренационализирован фарфоровый завод. Хорошо известен и конфликт между компанией «ЮКОС» и иностранным инвестором, которому принадлежало 14 процентов ее капитала, когда последний вместе с другими иностранными акционерами не был допущен на

общее собрание акционеров и лишен возможности проголосовать своими акциями на основе явно дискриминационных решений суда.

Б. Сделки с использованием «инсайдерской» информации и операции в интересах руководителей общества должны быть запрещены.

42. Правила по операциям на основе «инсайдерской» или внутренней информации улучшают функционирование рынка, обеспечивая всем инвесторам равные права на получение информации. Однако такая практика запрещена не во всех странах, а в некоторых случаях проблемы возникают с применением этих правил на практике. Такую практику можно расценивать как нарушение здоровых принципов корпоративного управления, поскольку она нарушает принцип равноправия акционеров. Что еще более важно, широкое распространение операций на основе «инсайдерской» информации в такой стране с переходной экономикой, как Россия, усугубляет проблему негативного отбора на рынке, что отмечалось в первой части настоящего доклада. Таким образом, ставится под сомнение честность и объективность рынка, а негативные последствия для репутации его участников могут ощущаться еще долгое время. Российский закон «О рынке ценных бумаг» запрещает сделки на основе «инсайдерской» информации, но на практике эти положения закона не работают. Это и неудивительно, учитывая ставшие притчей во языцех сложности поиска и представления фактических свидетельств таких злоупотреблений. Еще более разочаровывающим является тот факт, что до сих пор участники рынка, а также ведущие профессиональные и саморегулирующиеся институты практически не продвинулись вперед в деле контроля за честностью операций на рынке и в усилиях по созданию равных условий для получения рыночной информации.

43. Злоупотребления доступом к «внутренней» информации и операции в интересах руководства, а не акционеров общества, пожалуй, являются самой пагубной отличительной чертой российского корпоративного управления. Случаи незаконных операций в собственных интересах, когда ресурсы акционерных обществ используются к выгоде владельцев контрольных пакетов или руководителей общества, получили широкое распространение. Лишь недавно ОНЕКСИМбанк перевел все свои полноценные активы в новую корпоративную структуру (с теми же владельцами контрольного пакета), оставив акционерам меньшинства – в данном случае кредиторам – пустую «скорлупу», к тому же обремененную обязательствами. Такие случаи откровенной «прихватизации» активов имели место с самых первых дней переходного периода и, к сожалению, все еще происходят сплошь и рядом. Это объясняется главным образом слабыми уголовными и административными санкциями, предусмотренными законом за подобные действия. Положения действующей

щего закона «Об акционерных обществах», регулирующие сделки с участием заинтересованных сторон, весьма расплывчаты, как в определении того, кто является аффилированным лицом, так и в установлении критериев для сделок, требующих утверждения акционерами. Кроме того, меры судебной защиты ослабляются тем, что с исками по этому поводу может обращаться лишь акционерное общество, а не его акционеры. В довершение всего положения КЗОТа могут освободить директоров (в тех случаях, когда они являются заинтересованными лицами) от большей части ответственности. Таким образом, для того, чтобы воспрепятствовать таким действиям, прежде всего необходимы жесткие уголовные санкции.

44. Метод трансфертных цен представляет собой еще одно широко распространенное средство перекачки ценностей из дочерних компаний (и из кармана посторонних инвесторов) в холдинговые структуры. Прибыль, как правило, всплывает в оффшорных компаниях, контролируемых руководством холдинга. Здесь возникают те же проблемы со средствами судебной защиты и практического применения законов, что и в случае с незаконным выводом активов. Опять же, принципиальное значение для борьбы с этими злоупотреблениями имеет выявление подлинных владельцев-бенефициаров оффшорных фирм.

В. Члены правления и представители администрации должны быть обязаны сообщать о своей материальной заинтересованности в сделках или вопросах, касающихся акционерного общества.

45. Это, безусловно, ключевое обязательство для эффективного противодействия любым злоупотреблениям, связанным с операциями в собственных интересах администрации. В России это обязательство существует лишь применительно к конкретным сделкам, но и в этих случаях оно сформулировано слишком расплывчато и не предусматривает никаких санкций. Директора и управляющие не обязаны периодически раскрывать информацию о своих деловых интересах, долях в обществе или управленческих должностях в других компаниях. Ключом к повышению эффективности этих требований является четкий режим административной и уголовной ответственности для директоров и управляющих акционерного общества. Члены «наблюдательного совета», обязанные быть информированными на этот счет, должны считаться соучастниками и нести ответственность за незаконные операции в интересах руководства. С точки зрения уголовного права, для России, возможно, было бы оправдано принятие модели, близкой к французской, которая предусматривает широкомасштабную уголовную ответственность директоров за злоупотребление средствами акционерного общества.

2. Заключительные замечания

46. Вопросы корпоративного управления, которые являются важнейшим следующим шагом российской реформы предприятий, наконец выдвигаются на первый план в повестке дня тех, кто отвечает за принятие экономических решений. После долгих лет злоупотреблений в области корпоративного управления появляются определенные признаки того, что картина корпоративного управления в России начинает меняться. Сегодняшнее присутствие здесь представителей Высшего арбитражного суда и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг свидетельствует о готовности двигаться вперед и о широкой поддержке в этом начинании. Оно также высвечивает еще одну важную причину актуальности этих реформ. Корпоративные нарушения и злоупотребления в столь значительных масштабах оказывают крайне разрушительное воздействие на судебные и государственные институты, да и на общественную жизнь в целом. Улучшение корпоративного управления позволяет не только обеспечить дополнительное финансирование для компаний, увеличить инвестиции и углубить рынки. Это также рычаг для укрепления правового государства и обеспечения большей прозрачности в обществе. И наоборот, улучшения корпоративного управления не произойдет, если оно не будет сопровождаться параллельным прогрессом в соблюдении законов на практике. В качестве первых шагов можно было бы обеспечить большую прозрачность и гласность судебных решений, обязать суды первой инстанции обосновывать свои решения, более энергично повести борьбу с коррупцией в судебных органах, одновременно с этим повышая оплату и уровень подготовки судей. Повышение эффективности правоприменения за счет целого набора средств, в том числе привлекая к этим усилиям саморегулирующие организации и победивших в суде истцов, может стать еще одним путем борьбы с несоблюдением закона вследствие предвзятости и коррупции на местном уровне.

47. Улучшение корпоративного управления не станет реальностью до тех пор, пока российские компании не убедятся в том, что это необходимо в их же интересах. «Кнут» регулирующих органов будет эффективным лишь в том случае, если в процессе станут очевидны и «пряники». Опыт некоторых российских компаний типа «Вымпелкома», которым удалось привлечь внешнее финансирование в разгар российского финансового кризиса, показывает, как вознаграждается хорошее корпоративное управление, особенно когда рыночный риск и «суверенный» риск страны невелик. Некоторые иностранные инвесторы могут оказаться достаточно непоследовательными и вернуться на фондовые рынки, где они уже однажды погорели, не требуя каких-либо заметных изменений: они представляют так называемые «горячие деньги». Более терпеливые – и гораздо более богатые – западные институты, во

главе которых идут пенсионные фонды и страховые компании, нуждаются в четких гарантиях того, что их деньги не будут присвоены каким-нибудь ловким управляющим или акционерами, владеющими контрольным пакетом. Чтобы помочь им выйти (или вернуться) на некоторые новые рынки, ряд рейтинговых агентств сейчас обсуждают вопрос о создании рейтинговых систем, привязанных к корпоративному управлению. Именно эти крупные институты несут большую долю ответственности за преобразование облика и инвестиционных перспектив европейских корпораций. Во Франции им принадлежит более 50 процентов из 100 крупнейших корпораций, а в Италии этот показатель находится в районе 30 процентов по индексу Миланской фондовой биржи. В Японии, которая меньше чем какая-либо другая страна ОЭСР стремится привлекать иностранцев на свой рынок, около 15 процентов компаний по индексу НИККЕЙ находятся в собственности иностранных институциональных владельцев.

48. Некоторые российские компании могут привлечь – и привлекают – средства на международном рынке капитала через американские депозитные расписки ADR и глобальные депозитные расписки GDR. Это может помочь в улучшении корпоративного управления, поскольку эти инструменты медленно, но верно будут подталкивать эти корпорации все ближе к международным нормам корпоративного управления. В этом отношении выпуски международных ценных бумаг являются той движущей силой, которая обеспечивает необходимую конвергенцию. Но то, что выгодно для некоторых крупных компаний, может оказаться не столь выгодным для российского рынка: если хорошие игроки будут вынуждены уйти, процесс негативного отбора получит ускорение, а роль рынка как инструмента корпоративного финансирования будет сведена к минимуму. Как уже отмечалось в нашем вступлении, в среднесрочной перспективе это может привести к пагубным последствиям и для остальных российских корпораций. Участники российского рынка и посредники окажутся в еще более тяжелом положении. Ведь для них даже ближайшие перспективы выживания и процветания зависят от улучшения корпоративного управления. Необходимо понимать, что, закручивая гайки в отношении эмитентов, они еще и приводят в порядок свой собственный дом. Последние изменения в законодательстве дают им возможность взять на себя ведущую роль в этом начинании, и они должны в полной мере этим воспользоваться.

ПРОБЛЕМЫ ДЕМОГРАФИИ

Р. Убайдуллаева,

член-корреспондент АНРУз,

директор Центра изучения общественного мнения “Ижтимоий фикр”

Н. Умарова

(Институт экономики АНРУз)

НОВАЯ ДЕМОГРАФИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ

В годы независимости в Узбекистане сложилась новая демографическая ситуация, многие черты которой в корне отличаются от демографической обстановки советского периода развития страны. Это прежде всего относится к основным демографическим процессам – рождаемости, естественного воспроизводства населения, миграции и урбанизации.

Новые устойчивые тенденции современных демографических процессов в Узбекистане нашли непосредственное отражение в резком снижении темпов и абсолютного прироста численности населения республики.

За последнее десятилетие (1991-2000 гг.) численность населения Узбекистана выросла на 3,9 млн человек и составляет сегодня около 24,5 млн человек. Среднегодовые темпы прироста за это время составили 1,8%, а среднегодовой абсолютный прирост – 390 тыс. человек.

За предыдущее десятилетие (1981-1990гг) численность населения Узбекистана выросла на 4,1 млн чел при ежегодном росте – 410 тыс. чел и среднегодовом темпе прироста – 2,5%.

Укажем, что самые высокие темпы прироста в Узбекистане были отмечены в 1959-1970 годы, когда численность населения страны росла в среднем за год – на 3,8%.

В последние два года (1998-1999гг) среднегодовой темп прироста численности населения Узбекистана составляет всего 1,5%, а абсолютный прирост за год – около 360 тыс. человек.

Резкое снижение темпов и абсолютного роста численности населения Узбекистана в последнее десятилетие происходит как за счет миграционного оттока, так и в результате заметного сокращения рождаемости и естественного прироста населения.

Основным источником роста численности населения Узбекистана в настоящее время является естественный прирост, который значительно перекрывает постоянный миграционный отток населения из республики в последние десятилетия. Отрицательное сальдо миграции в республике стало формироваться со второй половины 70-х годов и существенно увеличилось с распадом СССР. Вследствие этого в Узбекистане ныне сфор-