



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



2017

Доклад
для общественных
консультаций

О ПОДХОДАХ К СТИМУЛИРОВАНИЮ
АКТИВНОСТИ АКЦИОНЕРОВ
И ИНВЕСТОРОВ ПО УЧАСТИЮ
В УПРАВЛЕНИИ РОССИЙСКИМИ
ПУБЛИЧНЫМИ АКЦИОНЕРНЫМИ
ОБЩЕСТВАМИ

МОСКВА

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания с указанием вида деятельности респондента просим направлять до 29 декабря 2017 года включительно по электронному адресу *vda1@mail.cbr.ru*.

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	3
1. ПРАВО АКЦИОНЕРА НА УЧАСТИЕ В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ КАК ВАЖНЕЙШИЙ ЭЛЕМЕНТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ	4
2. МИРОВАЯ ПРАКТИКА СТИМУЛИРОВАНИЯ АКТИВНОСТИ ИНВЕСТИТОРОВ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ	10
2.1. «Активизм акционеров» как явление в мировой практике корпоративного управления.....	10
2.2. Институциональные инвесторы как участники корпоративного управления.....	11
2.3. Регулирование участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении.....	12
2.4. Рекомендации кодексов надлежащего управления по участию институциональных инвесторов в корпоративном управлении	17
3. ПРОБЛЕМА ПАССИВНОСТИ АКЦИОНЕРОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ	19
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	23

ВВЕДЕНИЕ

Одним из фундаментальных обязательственных прав акционера по отношению к акционерному обществу является право на участие в управлении акционерным обществом, которое акционер может реализовать через участие с правом голоса в общем собрании акционеров общества, являющемся высшим органом управления акционерного общества и, соответственно, одним из основных элементов системы корпоративного управления любой компании.

Активная позиция акционеров, действующих на основе взвешенного анализа добросовестно и разумно, в вопросах корпоративного управления, в том числе в части реализации права голоса, способствует совершенствованию управления в компании, а через него – повышению эффективности деятельности компаний в целом, поскольку позволяет достигать баланса интересов всех заинтересованных лиц, а также снижает остроту агентского конфликта, возникающего в связи с передачей акционерами права управления их собственностью третьим лицам.

Однако зачастую на практике встречается проблема, связанная с пассивной позицией акционеров, прежде всего миноритарных, в части голосования на общих собраниях акционеров обществ. При этом пассивную позицию в вопросах корпоративного управления занимают как частные индивидуальные инвесторы, так и институциональные инвесторы, занимающиеся инвестированием на профессиональной основе. Такая пассивность акционеров снижает степень контроля над компанией со стороны собственников, приводит к невозможности противостоять неправомерным, не отвечающим интересам компании и ее собственников решениям, а также затрудняет принятие ключевых корпоративных решений.

В последнее время с увеличением доли институциональных инвесторов в публичном акционерном капитале во всем мире ведется дискуссия по вопросу о возможных способах стимулирования миноритарных акционеров, прежде всего институциональных инвесторов, к более активному участию в вопросах корпоративного управления публичных акционерных обществ.

В рамках данного доклада будут рассмотрены причины низкой активности акционеров в корпоративном управлении российских публичных компаний, подходы, используемые в мировой практике для стимулирования активности акционеров, а также поставлены вопросы, которые Банк России считает необходимым обсудить с деловым сообществом в целях выработки подхода к решению проблемы пассивности акционеров, прежде всего институциональных инвесторов.

1. ПРАВО АКЦИОНЕРА НА УЧАСТИЕ В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ КАК ВАЖНЕЙШИЙ ЭЛЕМЕНТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ КОМПАНИИ

Важнейшими участниками корпоративных отношений являются акционеры. Предоставляя акционерному обществу капитал, необходимый для его развития, или приобретая акции на вторичном рынке, акционеры принимают на себя риски, связанные с функционированием акционерного общества, являющегося объектом их инвестиций, а взамен приобретают ряд прав по отношению к акционерному обществу.

Одним из таких прав является право на участие в управлении акционерным обществом, реализуемое акционером через возможность предлагать вопросы в повестку дня общего собрания акционеров, выдвигать кандидатов в совет директоров, на должность единоличного исполнительного органа и в ревизионную комиссию общества¹ и через участие в общем собрании акционеров акционерного общества с правом голоса по всем вопросам его компетенции.

Участвуя в общем собрании, акционеры выражают свою волю по таким важным вопросам функционирования общества, как избрание и прекращение полномочий членов совета директоров и исполнительных органов, распределение прибыли общества и выплата (объявление) дивидендов, утверждение годового отчета и годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности, реорганизация, согласие на совершение (одобрение) крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, утверждение аудитора общества. В свою очередь, те лица, которым акционеры делегировали полномочия по осуществлению стратегического и текущего управления акционерным обществом (члены совета директоров и исполнительные органы) и которые должны управлять имуществом акционеров в их интересах, минимум раз в год получают возможность довести до акционеров информацию о деятельности

акционерного общества, достигнутых результатах и планах дальнейшего развития.

Таким образом, право на участие в общем собрании является фундаментальным правом акционера, так как именно оно обеспечивает возможность реализации других его прав по отношению к акционерному обществу, включая право влиять на деятельность общества, от состояния которых, в свою очередь, зависят имущественные интересы акционера. При этом активная позиция акционеров в вопросе реализации данного права важна с точки зрения корпоративного управления, поскольку является одним из ключевых факторов, повышающих чувство ответственности должностных лиц компании перед ее акционерами и, соответственно, снижающих риски недобросовестных действий должностных лиц общества.

Участие акционера, действующего добросовестно и разумно, в управлении акционерным обществом имеет большое значение не только для самого акционера, но и для общества в целом.

Так, сотрудники Подразделения по корпоративным отношениям Дирекции по финансам и предпринимательству ОЭСР (Corporate Affairs Division, OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs) Сердар Челик и Матс Исакссон в статье «Институциональные инвесторы и участие в управлении собственностью» («Institutional investors and ownership engagement»)² следующим образом определяют общественную значимость участия акционеров в управлении акционерной собственностью:

«Качество участия акционера в управлении акционерной собственностью имеет также широкий общественный интерес. При этом с точки

¹ В случае владения в совокупности не менее чем 2% голосующих акций общества. Статья 53 Федерального закона «Об акционерных обществах».

² OECD Journal: Financial Market Trends. 2013. Volume 2. Статья основана на исследованиях и документации, имеющихся в рабочем докладе по корпоративному управлению ОЭСР (OECD): Институциональные инвесторы как собственники: Кто они и чем они занимаются? // Corporate Governance Working Paper. 2013. № 11. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>.

зрения общества уровень (степень) участия акционера в собственности не является моральным вопросом (проблемой). Не следует также рассматривать участие акционера в собственности как общее обязательство или фидуциарную обязанность, которые превалируют над другими целями, такими как максимизация дохода конечного бенефициара. Для общества в целом важна роль, которую играет участие акционера в собственности для эффективного распределения капитала и в контроле за общей эффективностью деятельности компании. Рыночная экономика опирается на акционеров для определения цены и распределения капитала среди различных бизнес-возможностей. Поскольку предполагается, что акционеры заинтересованы в получении дохода от капитала, который они предоставляют, общество надеется, что акционеры также будут искать как можно больше информации для того, чтобы определить компании с лучшими перспективами на будущее. Поскольку это в их собственных интересах, общество также ожидает, что акционеры будут постоянно отслеживать это, чтобы понять, насколько эффективно корпорации используют капитал, который им был предоставлен. Если акционеры выполняют эти функции, они выполняют общественно полезную роль, поскольку они приносят новую и уникальную информацию в экономику. Эта новая информация позволит улучшить распределение производственных ресурсов и повысить эффективность уже задействованных ресурсов. Поэтому она является основой для реального повышения капитализации и экономического роста. Поскольку ожидается, что акционеры будут выполнять эти функции, им также предоставляются законные права на их выполнение.

Эти права включают возможность передачи акций одним владельцем другому, доступ к информации, участие в принятии ключевых решений, касающихся фундаментальных корпоративных изменений и избрания совета директоров. Осуществление этих прав всегда связано с определенными расходами, которые некоторые акционеры мотивированы брать на себя, а некоторые нет. Акционеры, которые по каким-то причинам не считают целесообразным собирать информацию о компаниях, которыми они владеют, или осуществлять ка-

кой-либо контроль эффективности деятельности компании, явно недостаточно подготовлены для обеспечения более широкой экономической роли по улучшению распределения ресурсов и эффективности деятельности компаний. Их роль в экономике ограничена предоставлением рискованного капитала. Такое разграничение не является теоретическим, поскольку в действительности акционеры проявляют различный уровень (степень) участия в собственности. В этой связи уместен вопрос о возможности дифференциации доходов или прав акционеров между теми акционерами, которые вносят капитал, информацию и контроль, с одной стороны, и теми акционерами, которые вносят только капитал».

В мировой практике, в частности в США, к контролирующим акционерам, которые в силу обладания крупными пакетами акций оказывают существенное влияние на деятельность компании, применяется доктрина фидуциарных обязанностей, аналогичная той, которая применяется к директорам и менеджменту компаний, в рамках которой директора и должностные лица несут перед корпорацией обязанность действовать добросовестно (*duty to act in a good faith*), лояльно (*duty of loyalty*) и разумно (заботливо) (*duty of care*)³. Ряд американских специалистов считает, что фидуциарные обязанности перед компанией также несут и миноритарные акционеры. В частности, это касается обязанности не разглашать конфиденциальную информацию, которая не зависит от размера пакета акций и носит лично-доверительный характер. Помимо этого можно предположить, что акционеры-активисты, принимающие значительное участие в деятельности компании, например, контролируя деятельность директоров и влияя на принятие ими решений, тоже несут фидуциарную ответственность перед компанией⁴.

Следует отметить, что элементы подхода, в соответствии с которым понятия добросовестности и разумности применяются к действиям акционера по отношению к акционерному об-

³ Будылин С.Л. Разум и добрая совесть: обязанности директора в США, Великобритании, России // Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации. 2013. №2.

⁴ Улемаев К.Р. Фидуциарные обязанности миноритарных акционеров. URL: <https://www.modern-j.ru>.

ществу, появились и в российском корпоративном законодательстве.

С вступлением в силу изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации (далее – ГК РФ) в 2014 году участие в управлении акционерным обществом стало не только правом, но и при определенных обстоятельствах – обязанностью акционеров.

Так, акционер обязан участвовать в принятии корпоративных решений, без которых акционерное общество не может продолжать свою деятельность в соответствии с законом, если его участие необходимо для принятия таких решений⁵. К подобным решениям, в частности, относятся решения о назначении единоличного исполнительного органа или членов совета директоров, а также о внесении изменений в устав, если они необходимы в соответствии с законом и без их внесения акционерное общество не сможет продолжать свою деятельность⁶.

Кроме того, ГК РФ обязывает акционера не совершать действия (бездействие), которые существенно затрудняют или делают невозможным достижение целей, ради которых создано акционерное общество⁷.

Данная обязанность означает запрет на провоцирование «дедлоков» (deadlock), а равно иных действий или бездействия, которые приводят или могут привести к остановке той деятельности акционерного общества, ради которой оно создавалась. Такой общий запрет отнюдь не означает, что участник акционерного общества теперь не может использовать право вето (не участвовать в голосовании вовсе, голосовать против или воздерживаться при голосовании), особенно тогда, когда он не согласен с конкретным решением, продвигаемым прочими акционерами. Однако нельзя использовать такое право недобросовестно, коммерчески неразумно или тем более умышленно, когда следствием этого станет фактически ликвидация самого акционерного общества. Если внутри

акционерного общества акционеры не могут договориться, то либо его надлежит прекратить (как любой иной договор, который в принципе невозможно исполнить), либо кто-то должен из него выйти⁸.

Фактически наличие рассмотренных выше обязанностей при корреспондирующем праве на участие в управлении акционерным обществом представляет собой частный случай запрета злоупотребления правом, что является одним из фундаментальных принципов гражданского законодательства.

Как следует из положений статьи 1 ГК РФ, участники гражданских правоотношений должны действовать добросовестно, а извлечение преимуществ из незаконного или недобросовестного поведения запрещено.

Проецируя данное правило на поведение акционеров акционерного общества, можно сделать вывод о том, что добросовестным является акционер, действующий в интересах увеличения акционерной стоимости общества в широком смысле, то есть повышения эффективности деятельности общества, его рыночной капитализации и перспектив долгосрочного устойчивого развития общества, не уклоняющийся от участия в принятии корпоративных решений, необходимых для дальнейшей нормальной деятельности акционерного общества. Поведение акционера не должно затруднять достижение целей, для которых создано акционерное общество.

Вместе с тем необходимо отметить, что Президиум Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации (далее – Президиум ВАС РФ) ввел в судебную практику термин «разумный акционер»⁹. Согласно позиции Президиума ВАС РФ для разумного акционера, который приобрел за свои средства крупный и при этом дорогостоящий пакет акций публичного акционерного общества (более 5%), естественным является проявление интереса к судьбе своих вложений (непосредственно либо с помощью соответствующего консультанта), то есть желание получать сведения о деятельности акционерного общества, проверять обоснованность

⁵ Пункт 4 статьи 65.2 Гражданского кодекса Российской Федерации.

⁶ Пункт 34 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела 1 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации».

⁷ Пункт 4 статьи 65.2 Гражданского кодекса РФ.

⁸ Степанов Д. И. Новые положения Гражданского кодекса о юридических лицах // Закон. 2014. № 7.

⁹ Постановление Президиума ВАС РФ от 18.06.2013 № 3221/13 по делу № А40–50320/12–138–470.

прогнозов относительно прироста цены акций, в том числе посредством анализа раскрываемых акционерным обществом документов, контролировать причитающийся по акциям доход (дивиденды) и тому подобное.

Исходя из такой позиции Президиума ВАС РФ, представляется, что разумный акционер также должен быть заинтересован в участии в общих собраниях акционеров общества, поскольку так он получает возможность задавать вопросы менеджменту компании, а также выражать свою волю по важнейшим корпоративным вопросам, которые способны оказать влияние на стоимость его инвестиций.

Очевидно, что действия разумного акционера предполагают проведение объективной оценки и анализ информации, которая была предоставлена ему в период подготовки общего собрания, а также иной информации о деятельности акционерного общества, имеющейся в его распоряжении. Такая информация служит основой для принятия взвешенного решения по вопросам, вынесенным на голосование. Польза для общества от участия акционера в управлении, о которой было сказано выше, возникает только при таком подходе к голосованию. Формальное участие в общем собрании акционеров и голосование при принятии решения по тем или иным вопросам повестки дня случайным образом не только не отвечает целям устойчивого формирования акционерной стоимости, но также не способствует росту курса акций в краткосрочной перспективе. Таким образом, голосование случайным образом противоречит сущности и целям инвестора и свидетельствует о его неразумности и халатном отношении к своим обязанностям как акционера.

Следует отметить, что российское корпоративное законодательство закрепляет и правовые последствия для акционера непублично-акционерного общества, в случае если тот не исполняет надлежащим образом свою обязанность по участию в управлении акционерным обществом. Так, акционер непублично-акционерного общества вправе требовать исключения другого акционера из общества в судебном порядке с выплатой ему действительной стоимости доли участия, если такой акционер своими действиями (бездействием) причинил существенный вред акционерному обществу

либо иным образом существенно затрудняет его деятельность и достижение целей, ради которых оно создавалось, в том числе грубо нарушая свои обязанности, предусмотренные законом или уставом акционерного общества¹⁰. К таким нарушениям в том числе может относиться систематическое уклонение без уважительных причин от участия в общем собрании акционеров общества, лишаящее акционерное общество возможности принимать значимые хозяйственные решения по вопросам повестки дня общего собрания акционеров, если непринятие таких решений причиняет существенный вред акционерному обществу и (или) делает его деятельность невозможной либо существенно ее затрудняет¹¹.

Исключение акционера сформулировано в ГК РФ как санкция за причинение вреда обществу, однако, учитывая, что цели общества в определенной мере являются целями его акционеров, можно говорить о том, что такое исключение защищает права других акционеров на нормальное ведение деятельности обществом. Однако при этом ГК РФ не решает вопроса о том, кто должен выплатить исключаемому участнику действительную стоимость его доли участия и к кому перейдут принадлежащие ему акции.

До 2014 года исключение участника было возможным и активно применялось в обществах с ограниченной ответственностью. Анализ судебной практики¹² показывает, что суды рассматривают систематическое уклонение без уважительных причин от участия в общем собрании участников, лишаящее возможности принимать решения по вопросам требующим единогласия, как действия (бездействия), которые делают невозможной деятельность органи-

¹⁰ Пункт 1 статьи 67 Гражданского кодекса Российской Федерации.

¹¹ Пункт 35 Постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации».

¹² Пункт 17 Постановления Пленума Верховного Суда РФ № 90, Пленума ВАС РФ № 14 от 09.12.1999 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»; информационное письмо Президиума ВАС РФ от 24.05.2012 № 151 «Обзор практики рассмотрения арбитражными судами споров, связанных с исключением участника из общества с ограниченной ответственностью».

зации или существенно ее затрудняют. По этой причине суды, несмотря на доводы о том, что участие в собрании является правом, а не обязанностью, удовлетворяют иски об исключении из общества с ограниченной ответственностью участников, которые систематически уклоняются от участия в общих собраниях участников, вследствие чего общество лишено возможности принимать решения об утверждении своего устава в новой редакции, избирать органы управления и так далее.

Таким образом, можно говорить о сложившейся практике применения правил об исключении участника из хозяйственного общества на примере обществ с ограниченной ответственностью, где такая возможность действительно позволяет пресечь неправомерные действия участников, парализующие деятельность общества и причиняющие вред как самому обществу, так и другим его участникам.

Акционерные общества, являясь более сложной организационно-правовой формой юридического лица, сталкиваются с аналогичными ситуациями, когда действия (бездействие) одного или нескольких мажоритарных акционеров, как правило в условиях корпоративного конфликта, существенным образом затрудняют деятельность всего общества. Наиболее ярким примером является отказ от участия в общих собраниях акционеров, что фактически является неисполнением обязанностей акционера и ставит под угрозу нормальную деятельность общества. Негативные последствия таких действий могут быть разнообразными: от срыва сделок до получения административных штрафов, от потери прибыли до банкротства.

Следует отметить, что в определенном смысле акционер несет ответственность, связанную с его неразумными или недобросовестными действиями в отношении общества, поскольку последствиями таких действий в большинстве случаев становятся снижение капитализации публичного общества и утрата к нему доверия со стороны других акционеров и потенциальных инвесторов. Таким образом, обесцениваются инвестиции такого акционера в общество и снижаются возможности по привлечению дополнительного капитала. Проблема в данном случае состоит в том, что аналогичные послед-

ствия несут и все остальные акционеры общества.

Однако в настоящее время в корпоративном законодательстве Российской Федерации не предусмотрено каких-либо последствий неучастия в общих собраниях в отношении акционеров публичных акционерных обществ.

В связи с этим в профессиональном сообществе обсуждаются подходы, которые могли бы стимулировать миноритарных акционеров, прежде всего институциональных инвесторов, более активно участвовать в принятии акционерным обществом ключевых решений на собраниях акционеров на основе детального анализа вопросов, вынесенных на голосование.

Среди них, как один из возможных вариантов, рассматривается установление определенных правовых последствий неисполнения акционерами публичного акционерного общества такой «обязанности», в том числе в виде:

(1) исключения из числа акционеров публичного акционерного общества в случае систематического уклонения без уважительных причин от участия в общем собрании акционеров общества;

(2) ограничения определенных прав акционера, который без уважительных причин не принимает участия в общем собрании акционеров, например, права голоса по всем или по некоторым вопросам повестки общего собрания, права требовать выкупа обществом принадлежащих ему акций, права обжаловать в суде решения, принятые общим собранием акционеров, права на получение дивидендов, права на получение части имущества при ликвидации общества;

(3) принудительного выкупа самим акционерным обществом акций у акционеров, не принимающих участие в общих собраниях, с последующим их погашением или распределением среди других акционеров;

(4) дифференциация доходов или прав по акциям в зависимости от степени активности участия акционера в вопросах корпоративного управления публичного акционерного общества.

Иным подходом, направленным на стимулирование более активного участия институциональных инвесторов в управлении акционерными

ми обществами, которым широко пользуются органы регулирования на зарубежных рынках, является применение элементов так называемого «мягкого регулирования». К нему относятся, в частности, разработка и распространение рекомендаций и руководств по лучшей практике делового оборота, кодексов поведения участников рынка, стандартов саморегулируемых организаций, а также установление требований, в соответствии с которыми институциональные инвесторы должны утверждать и раскрывать внутренние документы, определяющие политику, в соответствии с которой они принимают участие в общем собрании акционеров компаний, входящих в инвестиционные портфели, и осуществляют голосование по рассматриваемым на них вопросам.

Следует отметить, что помимо специальных норм права и «мягкого регулирования», направленных на стимулирование участия акционеров в управлении обществом, само общество и его совет директоров также располагают определенными ресурсами по повышению вовлеченности акционеров в управление обществом и должны их задействовать. Правильная политика взаимодействия и эффективные

каналы коммуникации с акционерами способны оказать существенное влияние на уровень участия миноритарных акционеров в общих собраниях и принятие ими действительно взвешенных решений, отвечающих интересам как самих акционеров, так и общества в целом. Для этого обществу необходимо не только максимально упростить доступ акционеров к информации, на основе которой принимаются решения (в том числе к обоснованиям предложенных вариантов решения), и сделать максимально комфортным для миноритарных акционеров сам процесс участия в общем собрании, например, через широкое использование современных информационно-телекоммуникационных средств и электронного голосования, но и создать у акционеров субъективное ощущение важности их участия через понимание того, что их мнение учитывается обществом при решении ключевых задач и что они реально влияют на процесс принятия решений в обществе и участвуют в его управлении. Контроль над формированием такой политики общества и ее последовательной реализацией является одной из важных задач совета директоров как органа, представляющего интересы акционеров.

2. МИРОВАЯ ПРАКТИКА СТИМУЛИРОВАНИЯ АКТИВНОСТИ ИНВЕТОРОВ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ

2.1. «Активизм акционеров» как явление в мировой практике корпоративного управления

В развитых странах признано, что формирование практики надлежащего корпоративного управления в значительной мере зависит от активного участия акционеров в управлении акционерным обществом. При этом существует даже специальное понятие – «активизм акционеров», которое рассматривается в качестве одного из важнейших инструментов и факторов, влияющих на эффективность корпоративного управления и менеджмента компаний в рыночных условиях.

Принято считать, что основанная на добросовестных и разумных действиях, направленных на повышение эффективности работы компании и создание акционерной стоимости, активность акционеров по определению представляет собой положительное явление, которое благоприятно отражается как на практике корпоративного управления, так и на развитии публичной компании в целом.

За рубежом активизм акционеров получил развитие под воздействием череды громких банкротств крупных компаний, а также ряда публикаций в средствах массовой информации, разъясняющих инвесторам их права, в результате чего акционеры стали занимать все более активную позицию в отношении менеджмента и управления компанией.

Акционеры-активисты (activist shareholder) не только участвуют в собраниях акционеров, но также осуществляют мониторинг деятельности компании и ее менеджеров, реализуя так называемую «вовлеченность» (involvement) в управление компанией. Такое активное вовлечение подразумевает различные формы взаимодействия с менеджментом компании от встреч и обсуждений до убеждения, вплоть до увольнения топ-менеджмента, с целью учета, прежде всего, интересов акционеров-собствен-

ников. Таким образом, активизм противоположен пассивному (спекулятивному) мониторингу, который предполагает такие меры, как решение продать или не покупать акции компаний, менеджмент которых пренебрегает интересами долевых участников бизнеса. Подотчетность и пристальное внимание инвесторов к эффективности работы менеджмента создает для него соответствующие стимулы, и компании начинают конкурировать не только в части производства продуктов и услуг, но и в области качества управления.

Вместе с тем следует отметить, что активизм акционеров может оказывать не только положительное, но и отрицательное воздействие на общество. Так, в частности, снижая агентскую проблему, он может формировать другую проблему, связанную с корректностью действий самих акционеров. Например, пенсионные, паевые инвестиционные фонды и другие коллективные инвесторы часто не уделяют внимания вопросам анализа долгосрочной стратегии управления компаниями и формируют инвестиционные портфели, основываясь на краткосрочных текущих показателях деятельности. То же можно сказать и об индивидуальных мелких инвесторах. Это создает опасность «шорт-термизма» (short-termism) – избыточной концентрации внимания на краткосрочных успехах компании, таких как прибыль, рентабельность и тому подобное. Портфельные инвесторы могут уделять недостаточно внимания компании, так как она занимает небольшой удельный вес в их портфелях, и если сами портфельные и мелкие инвесторы имеют подавляющую долю в управлении компанией, то активный мониторинг замещается спекулятивным, что побуждает менеджеров бороться за краткосрочные, спекулятивные результаты деятельности. Напротив, избыточная активность акционеров может привести к сдерживанию инициативы менеджеров.

Тем не менее, как было отмечено выше, активизм акционеров в целом является положительным явлением, поскольку он выступает одним из факторов, повышающих уровень ответственности должностных лиц компаний перед ее акционерами и, соответственно, препятствующих нанесению вреда действиями должностных лиц общества, что в итоге благоприятно отражается на развитии корпоративного управления и компании в целом и способствует росту акционерной стоимости.

2.2. Институциональные инвесторы как участники корпоративного управления

В мировой практике признается важность участия в корпоративном управлении различных групп акционеров вне зависимости от величины принадлежащего им пакета акций и их статуса.

Однако в связи с тем, что в развитых странах за последние два десятилетия произошло существенное изменение профиля акционеров в пользу так называемых институциональных инвесторов, именно за этой группой инвесторов признается ведущая роль в корпоративном управлении.

В целом на сегодняшний день в странах G20/ОЭСР существует понимание того, что одним из условий повышения уровня корпоративного управления в масштабах юрисдикции является активное вовлечение институциональных инвесторов в корпоративное управление публичных компаний. Так, в частности, в обновленные Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР (далее – Принципы G20/ОЭСР)¹³ были внесены положения, подчеркивающие тезис о том, что эффективность и надежность всей структуры корпоративного управления и надзора за компанией в значительной степени зависят от институциональных инвесторов, со знанием дела использующих свои права акционеров и эффективно осуществляющих свои функции владения в компаниях, в которые они инвестируют средства своих клиентов.

Существует по крайней мере одна очень важная причина, по которой институциональные инвесторы обязаны быть активными в вопросах корпоративного управления: они управляют деньгами людей, доверивших им свои сбережения, то есть несут фидуциарную ответственность перед учредителями управления, предполагающую необходимость действовать разумно и добросовестно, предпринимая все зависящие от них действия, направленные на повышение стоимости объектов инвестиций. Поэтому индивидуальные инвесторы, предоставившие свои средства в управление институциональным инвесторам, вправе требовать от последних активного и взвешенного участия в корпоративном управлении, поскольку реализация права голосования способствует увеличению стоимости портфеля акций, принадлежащих институциональным инвесторам.

Еще одним доводом в пользу необходимости развития разумного активизма институциональных инвесторов является то, что такие действия косвенно способствуют повышению уровня доверия на финансовом рынке и, соответственно, укрепляют его стабильность. Это происходит за счет того, что институциональные инвесторы располагают существенными ресурсами, позволяющими проводить тщательную оценку как фундаментальных показателей финансово-хозяйственной деятельности компании, так и уровня корпоративного управления в компании. В результате другие миноритарные акционеры начинают ориентироваться на действия крупных институциональных инвесторов, пользующихся заслуженной репутацией, и, используя аналитические материалы, рекомендации и подходы таких инвесторов, также начинают принимать активное участие в реализации своих прав на участие в управлении компанией.

Со стороны менее крупных инвесторов, которые не могли позволить себе содержать дополнительный штат сотрудников, но которые в силу требований регулирования, а также ориентации на активное участие в управлении компаниями, акции которых входят в портфель, должны принимать участие в общих собраниях акционеров, возник спрос на услуги по предоставлению консалтинга и рекомендаций по вопросам, выносящимся на голосование в компаниях, входящих в инвестиционные портфели.

¹³ <http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>.

В результате на западном рынке в настоящее время действуют специализированные компании, оказывающие услуги такого рода. Наиболее известными из них являются Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) и Broadridge, которые инвестиционные фонды привлекают на основе аутсорсинга по вопросам, связанным с оценкой корпоративного управления и вынесенным на голосование на общих собраниях акционеров.

Однако, по свидетельству участников российского финансового рынка, в отношении российских акционерных обществ фирмы, предоставляющие такие услуги, не всегда учитывают специфику национального рынка, нередко используют формальный подход к оценке и дают рекомендации на основе «проставления флажков» в методических таблицах, не утруждая себя глубоким анализом корпоративного управления в компаниях, что естественным образом снижает эффект от участия в управлении такими компаниями. Зачастую такие консалтинговые компании придерживаются позиции, в соответствии с которой только представители стран с англо-саксонской правовой системой могут наиболее эффективно выполнять функции независимых директоров, и формулируют свои рекомендации с учетом указанной позиции. Такой формальный подход не может быть признан отвечающим принципам разумного и добросовестного участия в управлении.

Необходимо отметить, что существуют значительные различия в отношении участия в собственности между разными категориями институциональных инвесторов и различия в участии в собственности в рамках одной и той же категории институциональных инвесторов, таких как хедж-фонды, инвестиционные фонды и так далее. Эти различия возникают из-за того, что степень участия в собственности определяется конкретным набором характеристик и предпочтений, которые составляют «бизнес-модель» институционального инвестора. В одних бизнес-моделях активное участие в собственности является жизненно важным компонентом. В других бизнес-моделях участие в собственности не имеет никакой функции, поскольку, например, компания ориентирована на краткосрочное инвестирование или воспроизведение движения индексов, и необходимость участво-

вать в управлении и разумно осуществлять право голоса представляет собой не что иное, как издержки¹⁴.

В аннотациях к Принципам G20/ОЭСР также отмечается, что если участие акционеров не является частью бизнес-модели институционального инвестора и инвестиционной стратегии, обязательные требования к участию в управлении, например, путем голосования, могут быть неэффективными и приводить к поверхностному подходу (boxticking approach).

2.3. Регулирование участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении

В практике стран G20/ОЭСР законодательство о компаниях не требует какого-либо специального участия частных инвесторов в корпоративном управлении компаниями.

Вместе с тем рост институциональной собственности в этих странах послужил катализатором появления законодательных и добровольных инициатив, направленных на повышение уровня участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении акционерными компаниями.

Некоторые юрисдикции обязывают или поощряют институциональных инвесторов осуществлять свое право голоса. Ряд юрисдикций устанавливает требования в отношении использования права голоса некоторыми категориями институциональных инвесторов. В Чили, например, пенсионные, инвестиционные и взаимные фонды обязаны присутствовать на собраниях акционеров и осуществлять свое право голоса в тех случаях, когда их доля в капитале корпорации имеет определенный порог. В Израиле институциональные инвесторы (включая управляющих фондами, пенсионные фонды, страховые фонды (provident funds) и страховые компании) должны участвовать и голосовать по определенным вопросам повестки дня общего собрания акционеров. В Швейцарии в 2014 году принят Указ о недопустимости чрезмерно-

¹⁴ Челик С., Исаксон М. Институциональные инвесторы и участие в собственности (Institutional investors and ownership engagement // OECD Journal: Financial Market Trends. 2013. Volume 2.

го вознаграждения (Ordinance against Excessive Compensation), в соответствии с которым пенсионные фонды должны голосовать в интересах своих застрахованных лиц по конкретным вопросам, таким как избрание членом совета директоров и комитета по вознаграждениям, вознаграждение членов совета директоров и исполнительного руководства¹⁵.

Из данных, представленных в OECD Corporate Governance Factbook 2017, следует, что в странах G20/ОЭСР установлены требования или рекомендации в отношении участия в управлении компаниями институциональных инвесторов, состоящие в раскрытии политики голосования и/или обнародовании результатов голосования институциональным инвестором. Аналогичные требования или рекомендации применяются в США, Великобритании, Японии, Дании, Нидерландах, Канаде, Бразилии, Южной Африке, Израиле, Индии, Аргентине, Чили, Люксембурге. При этом необходимо отметить, что в таких странах, как Германия, Китай, Бельгия, Австрия, институциональным инвесторам предписывается или рекомендуется раскрывать только политику голосования, а требования к раскрытию информации о результатах голосования отсутствуют. Во Франции и Словакии политика голосования раскрывается только по запросам клиентов, а в Норвегии, Словакии по запросам клиентов раскрывается информация о результатах голосования. Следует также отметить, что, в отличие от США, Израиля, Индии, Франции, Бразилии, Чили, Канады, где требование о раскрытии политики голосования и/или результатов голосования обязательно для исполнения, в Великобритании, Японии, Люксембурге, Нидерландах, Южной Африке раскрытие такой информации является рекомендуемым. В результате клиенты таких компаний получают информацию о том, насколько активно управляющие участвуют в создании стоимости компании, а в случае раскрытия результатов голосования – о качестве и разумности принимаемых институциональным инвестором решений. Таким образом, помимо информации об изменении стоимости своих инвестиций, клиенты инвестиционных/пенсион-

ных фондов получают еще один критерий оценки исполнения фидуциарных обязанностей, что идет на благо всем участвующим в этом процессе стейкхолдерам: от компаний – за счет повышения качества управления до инвесторов – благодаря увеличению стоимости их инвестиций.

В некоторых странах G20/ОЭСР для стимулирования голосования институциональных инвесторов устанавливаются более конкретные требования или рекомендации в отношении различных форм участия институциональных инвесторов в управлении компаниями, в которые они инвестируют. К числу таких форм участия относятся, в частности, интерактивное конструктивное взаимодействие с органами управления компаний (involvement). Так, в иностранных правовых системах наиболее часто встречаются правила об осуществлении контроля в компаниях, в которые инвестируются средства институциональных инвесторов (всего 26 стран, в том числе США, Великобритания, Германия, Нидерланды, Япония). Конструктивное участие, подразумевающее, как правило, прямой диалог с советом директоров и менеджментом, требуется только в 4 юрисдикциях (Аргентина, Австрия, Колумбия, Индонезия) и рекомендуется в 12 юрисдикциях (в том числе в Великобритании, Нидерландах, Японии, Южной Африке). В 23 юрисдикциях ОЭСР (в том числе в США, Великобритании, Германии, Нидерландах, Японии) в той или иной форме (через прямое требование или рекомендуемые лучшие практики) институциональные инвесторы должны сохранять эффективность контроля и в том случае, если передают право голоса на собрании по доверенности консультантам, специализирующимся на оказании таких услуг. Например, в кодексах надлежащего управления (Stewardship Codes) Великобритании и Японии отмечается, что институциональные инвесторы, которые передают по доверенности право голоса внешним поставщикам услуг, включая консультантов по голосованию, должны нести ответственность за обеспечение того, чтобы голосование осуществлялось в соответствии с их собственным подходом к разумному управлению. Что касается объема мероприятий по контролю, то некоторые юрисдикции относят его в широком смысле только к корпоративным

¹⁵ OECD Corporate Governance Factbook 2017 (www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Factbook.pdf).

действиям. Однако постепенно все большее распространение получает подход, в соответствии с которым действия институциональных инвесторов должны осуществляться с учетом экологических, социальных и управленческих действий, принимать во внимание факторы, связанные со стратегическими целями, эффективностью, структурой капитала и организацией системы управления рисками (так называемое социально ответственное инвестирование, СОИ).

Одной из основных характеристик социально ответственного инвестирования является стремление инвесторов внести вклад в устойчивое долгосрочное развитие компании. При этом во внимание принимаются не только финансовые факторы роста стоимости компании, но и влияние инвестиций на создание общественного блага и развитие общества. Социально ответственное инвестирование, исходя из характерных для него целей и посылов, предполагает активную роль инвесторов, которая проявляется как в период выбора объектов инвестиций, так и после, в процессе мониторинга деятельности соответствующих компаний. В рамках СОИ существует целая категория так называемых фондов вовлечения, которые активно участвуют в голосовании, корпоративном управлении и используют прочие формы взаимодействия с компаниями и ее стейкхолдерами, направленные на достижение социально значимых целей.

В США инвестиционные компании, в том числе взаимные фонды, инвестиционные фонды закрытого типа и биржевые инвестиционные фонды, имеют обязательства по голосованию, многие из которых связаны с особыми требованиями, предусмотренными Законом США 1940 года об инвестиционных компаниях (Investment Company Act of 1940) и Законом США 1940 года об инвестиционных консультантах (Investment Advisers Act of 1940). Основные обязательства по голосованию включают:

1. Ответственность наблюдательного (попечительского) совета фонда, действующего от его имени, за действия лиц, которым доверено голосовать от имени фонда по ценным бумагам, входящим в инвестиционные портфели фонда. Наблюдательный совет фонда обычно

делегировать право голоса консультанту фонда при сохранении своего надзора.

2. Фидуциарные обязанности консультанта фонда, связанные с голосованием. Указанные обязанности предполагают, что консультант, который голосует от имени фонда, должен делать это в интересах фонда и его акционеров и без учета собственных деловых интересов.

3. Установление и раскрытие правил и процедур голосования. Помимо всего прочего, в политиках и процедурах, связанных с голосованием, должно быть указано, каким образом будут защищены интересы инвесторов фонда в случае, когда голосование представляет собой конфликт между интересами фонда и консультанта фонда. Наблюдательный совет фонда должен пересматривать такие политики не реже одного раза в год.

4. Своевременный отзыв институциональным инвестором переданных по сделкам РЕПО в заем ценных бумаг для осуществления голосования. Институциональные инвесторы часто используют сделки РЕПО для получения дополнительного дохода. Поскольку право голоса в соответствии с договором РЕПО может переходить к заемщику ценных бумаг, такие инвесторы должны предусматривать в договоре возможность осуществить возврат ценных бумаг по договору РЕПО, чтобы проголосовать, если имеются сведения о том, что произойдет существенное событие, которое повлияет на стоимость этих ценных бумаг.

5. Раскрытие фондами информации о голосах, в отношении которых они передали право голосовать по доверенности. Они делают это, подавая форму N-PX в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) (подается ежегодно в августе)¹⁶.

В США инвестиционные фонды и управляющие обязаны раскрывать политики голосования, а также результаты голосований акциями, находящимися в их портфелях (Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies).

В соответствии с документом Департамента труда США (The United States Department of

¹⁶ *The role of institutional investors in promoting good corporate governance*, OECD 2011.

Labor), принятом в 1994 году¹⁷, плановая спонсорская обязанность фидуциара в управлении активами, входящими в программу инвестирования, должна включать обязанность голосовать в интересах бенефициаров программы и позитивную обязанность голосовать по вопросам, которые могут влиять на стоимость инвестиций программы. Также Департамент труда США настаивает на том, чтобы спонсоры пенсионного плана предпринимали действия, направленные на мониторинг состояния корпоративного управления и оптимизацию его влияния на повышение стоимости инвестиций плана.

Во Франции Французская ассоциация финансового управления (AFG) опубликовала набор рекомендаций по вопросам корпоративного управления, которые в значительной степени касаются участия компаний по управлению активами в общих собраниях акционеров публичных компаний и косвенно регулируют вопросы корпоративного управления, решения по которым принимаются путем голосования на общем собрании акционеров, например создание совета директоров и передача вопросов в его компетенцию, выплата вознаграждения членам совета директоров и отдельные решения, принимаемые годовым общим собранием акционеров, меры, направленные на недопущение поглощения компании.

Косвенно правовая основа такого подхода закреплена в требованиях Закона о финансовой безопасности Франции (Loi de sécurité financière), согласно которым компании по управлению активами должны осуществлять свои права по голосованию акциями, входящими в инвестиционный портфель, а если они этого не делают – объяснить причины таких действий. Общий регламент AFG обязывает компании по управлению активами публиковать свои политики по голосованию, информацию о распределении голосов и причины голосования «против» или выбора варианта «воздержался».

AFG следит за повестками дня предстоящих общих собраний, высказывая критику в отношении предлагаемых действий компании, либо указывая, каким образом они должны быть оценены на основании ее рекомендаций. AFG регу-

лярно публикует документы, содержащие комментарии к предстоящим общим собраниям акционеров, особенно в отношении тех предлагаемых действий, которые идут вразрез с ее рекомендациями или вызывают иные вопросы, связанные с корпоративным управлением. Такие документы помогают членам AFG и общественности сформировать целостное понимание того, в чем именно заключаются вопросы корпоративного управления и каким образом к ним применимы рекомендации AFG. Тем не менее такие документы не содержат формальные указания для голосования. Фактически в них косвенно указывается на то, в каких аспектах действия, предпринятые компаниями по управлению активами, отклоняются от обычной практики корпоративного управления.

Голландский кодекс корпоративного управления предусматривает, что институциональные инвесторы обязаны опубликовать свои политики по голосованию, а также отчет о применении этих политик и результаты голосования (на ежеквартальной основе).

Форум корпоративного управления «Юмедия» (Eumедия), являющийся голландской профессиональной организацией крупных институциональных инвесторов, в основном пенсионных фондов и компаний по управлению активами, разработал документ под названием «Надлежащая практика участия в доле собственности», в котором предусмотрено, что члены «Юмедии» и иные заинтересованные акционеры должны активно взаимодействовать с компанией, являющейся объектом инвестиций, и отчитываться на основе принципа «соблюдай или объясняй». Секретариат «Юмедии» осуществляет мониторинг таких мероприятий на основе годовых отчетов организаций-членов и предоставляет совету директоров «Юмедии» отчет, который частично публикуется.

В указанном документе «Юмедии» также представлен перечень инструментов, представляющий собой определенный набор действий (шагов) для тех случаев, когда расхождение во мнениях институционального инвестора и менеджмента компании, являющейся объектом инвестиций, не было устранено. К таким действиям по активной вовлеченности в управ-

¹⁷ Department of Labor Pensions and Welfare Benefits Administration, Interpretative Bulletin 94-2. 1994. July 29.

ление компаниями указанный документ «Юмедиа» относит:

1) письма, адресованные менеджменту и/или наблюдательному совету, в которых даются пояснения в отношении вопросов, вызывающих озабоченность у институциональных инвесторов;

2) проведение дополнительных заседаний с участием представителей менеджмента и/или наблюдательного совета, особенно для обсуждения вызывающих озабоченность вопросов;

3) проведение заседаний с иными заинтересованными лицами, такими как акционеры, банки, кредиторы, советы предприятий и некоммерческих организаций;

4) выступления на собраниях акционеров по вопросам, вызывающим озабоченность у институционального инвестора;

5) выступление с публичным заявлением;

6) объединение для решения отдельных вопросов с другими институциональными инвесторами;

7) требование о включении отдельных вопросов в повестку дня общего собрания акционеров или требование о созыве внеочередного общего собрания акционеров;

8) представление одной или нескольких кандидатур членов совета директоров и/или наблюдательного совета в зависимости от ситуации;

9) предъявление иска, когда это целесообразно, например инициирование запроса в Палату предприятий при Апелляционном суде г. Амстердама;

10) продажа акций¹⁸.

«Юмедиа» также публикует меморандумы с изложением позиции по отдельным вопросам. Часто такого рода аналитические исследования сопровождаются рекомендациями для ее членов. Некоторые из этих рекомендаций касаются вопросов выплаты вознаграждения, дивидендной политики, приобретения собственных акций и зачастую выходят за рамки рекомендаций Голландского кодекса корпоративного управления.

В Великобритании в марте 2001 года был опубликован Доклад Майнерса (Myners

Report)¹⁹, в котором были проанализированы особенности институционального инвестирования в Соединенном Королевстве. Пенсионным фондам Великобритании было рекомендовано учесть принципы и подходы Департамента труда США (The United States Department of Labor), включив их в свои правила, а правительству – включить эти принципы и подходы в британское законодательство. Вместе с тем в Докладе Майнерса указывалось на то, что принципы и подходы, предложенные Департаментом труда США, не означают требования обязательно голосовать во всех случаях и того, что инвестиционные менеджеры должны неизменно голосовать по всем акциям, входящим в портфель. При этом отмечалось, что голосование является одним из главных средств, с помощью которых институциональные инвесторы могут влиять на компании, владельцами акций которых они являются, и подчеркивалась необходимость создания деловой культуры, в которой информированное голосование было бы более универсальным.

В июле 2010 года в качестве средства исправления ситуации, связанной с ослабевающей позицией институциональных инвесторов в Великобритании в качестве акционеров британских компаний, был принят Кодекс надлежащего управления Великобританией (The UK Stewardship Code), разработанный Советом по финансовой отчетности (FRC). Целью данного Кодекса является обеспечение надлежащего взаимодействия между институциональными инвесторами и компаниями для создания условий, способствующих повышению долгосрочных доходов акционеров и эффективности выполнения функций в сфере корпоративного управления, в том числе посредством формирования надлежащей практики взаимодействия институциональных инвесторов с компаниями, являющимися объектами их инвестирования. Действие Кодекса распространяется на управляющих активами институциональных инвесторов, а также на всех институциональных инвесторов, вне зависимости от того, расположены они в Великобритании или нет.

¹⁸ https://eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf.

¹⁹ Myners P. HM Treasury. Institutional Investment in the United Kingdom: A Review. March 6, 2001. <http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P.-2001.-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf>.

Кодекс носит добровольный характер и основан на принципе «соблюдай или объясняй». Совет по финансовой отчетности (FRC) проводит кампанию по стимулированию институциональных инвесторов и управляющих их активами к внедрению Кодекса и публикует перечень лиц, соблюдающих его. Поддержку внедрению Кодекса оказывает также Агентство по регулированию финансовых услуг Великобритании (FCA), которое требует от инвестиционных менеджеров раскрытия информации о взятых обязательствах по соблюдению положений Кодекса. Помимо этого, Кодекс рекомендует лицам, которые его подписали, раскрывать информацию о способах применения предусмотренных в нем принципов, а также объяснять, каким образом они исполняют содержащиеся в нем обязательства.

2.4. Рекомендации кодексов надлежащего управления по участию институциональных инвесторов в корпоративном управлении

Традиционно большинство кодексов корпоративного управления было адресовано публичным компаниям и освещало актуальные вопросы управления: состав совета директоров, роль его председателя, комитеты, выплата вознаграждения, взаимоотношения с менеджментом и так далее.

После того как в мировой практике была признана важная роль акционеров компаний, особенно институциональных инвесторов, в вопросах развития корпоративного управления, в ряде юрисдикций стал развиваться второй уровень так называемого «мягкого регулирования» на основе рекомендаций или кодексов надлежащего управления (Stewardship Codes), адресованных акционерам компаний, прежде всего институциональным инвесторам, формулирующих правила поведения таких инвесторов в корпоративном управлении.

На сегодняшний день признано, что такая двухуровневая система способна более эффективно воздействовать на дальнейшее развитие корпоративного управления. Следуя примеру Великобритании, регуляторы различных

стран предпринимают усилия по разработке и принятию кодексов надлежащего управления. Так, кодексы надлежащего управления приняты в ряде стран G20/ОЭСР, в том числе таких как Бразилия (AMEC Stewardship Code), Дания (Stewardship Code), Канада, Нидерланды, США, Южная Корея (Principles on the Stewardship Responsibilities of Institutional Investors), Япония (Principles for Responsible Institutional Investors: Japan, s Stewardship Code). По данным Международной сети по корпоративному управлению (International Corporate Governance Network), за последние несколько лет кодексы надлежащего управления появились в 17 государствах, в том числе в ряде азиатских стран с растущими и развивающимися рынками.

Кодекс надлежащего управления Великобритании²⁰ рекомендует институциональным инвесторам:

- 1) публично раскрывать политику о том, каким образом будут выполняться обязанности по разумному управлению;
- 2) иметь продуманную политику по управлению конфликтами интересов, связанными с управлением компаниями, в которые осуществляются инвестиции, и публично раскрывать ее;
- 3) проводить мониторинг действий компании, в которые осуществляются инвестиции;
- 4) устанавливать четкие планы в отношении дальнейшего развития разумного управления;
- 5) быть готовыми при необходимости действовать совместно с другими инвесторами;
- 6) разработать четкую политику, в соответствии с которой будет осуществляться голосование;
- 7) периодически отчитываться о соблюдении Кодекса надлежащего управления, а также о результатах голосования.

Японский кодекс надлежащего управления (Principles for Responsible Institutional Investors: Japan, s Stewardship Code)²¹ рекомендует институциональным инвесторам:

- 1) иметь четкую политику в отношении выполнения обязанностей по разумному управлению и публично раскрывать ее;

²⁰ [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf).

²¹ www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/01.pdf.

2) иметь четкую политику по управлению конфликтами интересов при исполнении обязанностей по разумному управлению и публично раскрывать ее;

3) контролировать компании, в которые инвестируют для надлежащего исполнения обязанностей по разумному управлению с ориентацией на устойчивый рост компаний;

4) осуществлять конструктивное взаимодействие с компаниями и совместно работать над решением возникающих проблем;

5) иметь четкую политику по голосованию и раскрывать результаты голосования. При этом указывается, что политика голосования не должна быть формальным документом, содержащим только перечень определенных действий, а должна способствовать устойчивому росту компаний, выступающих объектами инвестиций;

6) периодически отчитываться об исполнении своих обязанностей по разумному управлению, включая обязанности по голосованию, перед своими клиентами и бенефициарами;

7) для внесения положительного вклада в устойчивый рост организации должны обладать достаточными знаниями о компаниях, в которые они инвестируют, о бизнес-среде, в которой они действуют, а также о квалификации и ресурсах, необходимых для надлежащего взаимодействия с компаниями и вынесения правильных суждений при осуществлении деятельности по разумному управлению.

В Индии идет процесс принятия Кодекса надлежащего управления для страховых компаний²², в котором им даются следующие рекомендации:

1) сформулировать политику в отношении исполнения обязанностей по разумному управлению и публично раскрывать ее;

2) иметь четкую политику по управлению конфликтами интересов в рамках исполнения обязанностей по разумному управлению и публично раскрывать ее;

3) контролировать компании, в которые инвестируются средства;

4) иметь четкую политику участия в управлении компаниями, в которые инвестируются средства;

5) иметь четкую политику по взаимодействию с другими институциональными инвесторами, когда это требуется, для защиты интересов держателей страховых полисов, которая должна раскрываться;

6) иметь четкую политику по голосованию и раскрытию своих действий в рамках голосования;

7) периодически отчитываться о деятельности по разумному управлению.

В мировой практике регулирование участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении осуществляется и на наднациональном уровне.

Так, в частности, в Принципах корпоративного управления G20/ОЭСР даны следующие рекомендации в отношении участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении:

1) институциональные инвесторы, действующие в качестве доверенных лиц, должны раскрывать информацию о собственном корпоративном управлении и политике голосования в отношении своих инвестиций, включая процедуры, которые существуют у них для принятия решений об использовании своего права голоса;

2) институциональные инвесторы, действующие в качестве доверенных лиц, должны раскрывать информацию о том, каким образом они разрешают существенные конфликты интересов, которые могут затронуть реализацию ключевых прав собственника в отношении сделанных инвестиций.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что на современном этапе развития финансовых рынков наблюдается глобальный тренд в области стимулирования институциональных инвесторов к более активному участию в управлении публичными компаниями с использованием инструментов «мягкого регулирования». При этом такие инструменты направлены на то, чтобы управление осуществлялось на фидуциарных принципах добросовестности и разумности.

²² https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_Layout.aspx?page=PageNo3054&flag=1.

3. ПРОБЛЕМА ПАССИВНОСТИ АКЦИОНЕРОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Для российской практики корпоративного управления в целом характерна пассивная позиция неконтролирующих акционеров в части голосования на общих собраниях акционеров обществ.

Подтверждение данному тезису, в частности, можно найти в материалах исследования «Оценка корпоративного управления в публичных акционерных обществах с участием государства, акции которых обращаются на организованном рынке ценных бумаг» (далее – Исследование), проведенного научно-учебной лабораторией исследований в области бизнес-коммуникаций Национального университета «Высшая школа экономики» и Ассоциацией профессиональных инвесторов (АПИ)²³.

Так, в рамках Исследования была выявлена достаточно низкая общая активность миноритарных акционеров рассматриваемых компаний в части голосования на годовых общих собраниях акционеров (в среднем не более 15–30% free-float). При этом отмечено, что пассивность в вопросе участия в общих собраниях характерна как для инвесторов – физических лиц, так и для институциональных инвесторов, в том числе международных. Так, в частности, в ходе Исследования было установлено, что многие международные институциональные инвесторы (например, фонды под управлением компании Blackrock) вообще не голосовали в 2016 году по российским публичным акционерным обществам, которые вошли в выборку, за исключением ПАО Сбербанк.

В связи с этим следует отметить, что, по данным исследования «Иностранные институциональные инвесторы и корпоративное управление в странах с развивающимися рынками», проведенного Всемирным банком совместно с Международным центром по управлению пенсионными фондами Ротман (Rotman International Centre for Pension Management, ICPM) в 2016 году, доля компаний из стран с растущими и развивающимися рынками в портфелях крупных международных институциональных инвесторов в целом является достаточно низкой. Поэтому издержки, связанные с активной вовлеченностью таких инвесторов в управление компаниями – объектами инвестиций, экономически далеко не всегда целесообразны. С этим во многом связано их нежелание участвовать в управлении.

С другой стороны, российские институциональные инвесторы располагают существенно меньшим объемом средств под управлением по сравнению с крупными международными фондами. Но даже те средства российских институциональных инвесторов, которые могли бы быть направлены на рынок акций, по ряду причин (текущая ситуация на российском фондовом рынке, отсутствие IPO, структура капитала российских акционерных обществ, определенные проблемы, связанными с защитой прав миноритарных акционеров) не слишком активно вкладываются в акции российских акционерных обществ.

Что касается подходов к голосованию, то на основании анализа публично доступной информации по крупнейшим российским управляющим компаниям можно говорить об отсутствии четкой и последовательной политики по голосованию у большинства управляющих компаний, доля владения которых в российских обществах является существенной. Опыт взаимодействия с российскими инвесторами по вопросам участия в собраниях акционеров показывает, что голосование управляющих

²³ Исследование проводилось в период с сентября по декабрь 2016 г. в 13 ведущих российских публичных акционерных обществах, которые входят в перечень публичных акционерных обществ, отобранных Правительством РФ для первоочередного внедрения рекомендаций Кодекса корпоративного управления: АЛРОСА, Аэрофлот, Башнефть, Банк ВТБ, Газпром, ОАК, Роснефть, Россети, Ростелеком, РусГидро, Сбербанк, Транснефть и ФСК ЕЭС. URL: https://buscom.hse.ru/data/2017/04/20/1168797690/D0%9F%D0%BE%D1%81%D0%BB%D0%B5%D0%B4%D0%BD%D1%8F%D1%8F%20%D0%B2%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%B8%D1%8F%20%D0%BE%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82%D0%B0_%D1%80%D1%83%D1%81.pdf.

компаний, как правило, носит несистемный характер и в каждом случае проходит на индивидуальной основе.

Согласно данным Исследования, только в 30% исследуемых публичных акционерных обществ (АЛРОСА, Аэрофлот, Ростелеком и Сбербанк) миноритарные акционеры проявляют активную позицию в формировании советов директоров, предлагая для избрания независимых директоров. При этом в 2016 году избрать выдвинутых миноритарными акционерами кандидатов удалось только в трех компаниях. Следует отметить, что только в двух компаниях номинация независимых директоров осуществлялась при содействии менеджмента и/или контролирующего акционера, заинтересованных в избрании независимых директоров, поддерживаемых институциональными и портфельными инвесторами (лучшая практика). Иных предложений миноритарных акционеров в повестке дня общих собраний акционеров исследуемых публичных акционерных обществ выявлено не было.

При этом следует отметить, что по результатам проведенного в рамках Исследования опроса институциональных и портфельных инвесторов (российских и международных) наличие активных миноритарных акционеров, готовых системно реализовывать свои права, в том числе по выдвижению кандидатов и внесению вопросов в повестку дня (в частности, по внесению изменений в устав или во внутренние документы компаний) с последующим голосованием на общих собраниях акционеров, было признано одним из приоритетных направлений для улучшения уровня корпоративного управления общества.

Следует отметить, что в России, как, впрочем, и в других странах с развитыми рынками акций, в случае банкротства компании в результате действий ее должностных лиц акционеры, потерявшие свои вложения, обычно рассматриваются как жертвы подобного стечения обстоятельств. Вместе с тем сегодня исследователи приходят к выводу, что зачастую акционеры сами своим пассивным поведением содействуют развитию чувства бесконтрольности у менеджмента компании. Они не переносят принцип, в соответствии с которым собственник несет бремя содержания принадлежаще-

го ему имущества, отраженный в статье 210 ГК РФ, на владение акциями и не рассматривают активное участие в управлении в качестве ключевой обязанности акционера.

Так, в частности, советник по правовым вопросам в банковской сфере Проекта IFC по корпоративному управлению в Центральной Азии (Central Asia Corporate Governance Project) Нурлан Сарсенов в статье «Активность акционеров: не переступая грань»²⁴ в отношении пассивности акционеров в корпоративном управлении пишет следующее:

«Имея, к примеру, в собственности автомобиль или недвижимость, тот же собственник заботится о нем, принимая различные меры по обеспечению сохранности и безопасности принадлежащего ему имущества. Однако в отношении акций такая же забота и участие имеет место далеко не всегда. В связи с этим возникает ряд вполне закономерных вопросов: почему акционеры так безучастно относятся к делам компании, в которую они инвестировали свои сбережения? Почему акционеры не уделяют достаточного внимания и сил для более тщательного наблюдения за действиями менеджмента и директоров компаний? Ведь это могло бы обеспечить больший контроль над компанией и возможность противостоять неправомерным, не отвечающим интересам компании решениям и ее собственникам сделкам. Главное – делать это своевременно, до наступления печальных последствий неправильного руководства акционерным обществом».

Представляется, что существует несколько причин, по которым в российских условиях миноритарные акционеры не принимают активного участия в делах компаний, акциями которых они владеют:

1. Приватизационная основа формирования российского рынка акций привела к тому, что значительная часть населения страны превратилась в миноритарных акционеров. При этом процесс приватизации не сопровождался программами развития финансовой грамотности. Поэтому у значительной части акционеров – физических лиц отсутствуют знания о своих правах как акционеров и о возможностях

²⁴ http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/d49469804aeb7271842db5b94e6f4d75/vestnik_6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=d49469804aeb7271842db5b94e6f4d75.

по участию в управлении компанией. Неквалифицированным инвесторам – акционерам, получившим в собственность акции приватизированных компаний, достаточно сложно без специальной подготовки осознать преимущества разумного и обоснованного участия в управлении акционерным обществом.

2. Российское корпоративное законодательство, закрепляя право акционера на участие в общем собрании по всем вопросам его компетенции, не обязывает акционера принимать участие в собрании. При этом неучастие акционера в общем собрании акционеров публичного акционерного общества не влечет за собой каких-либо правовых последствий для акционеров, хотя это может негативно сказаться на деятельности общества.

3. Слишком незначительная величина пакета акций, принадлежащих инвестору, влечет несоразмерные с выгодами издержки от управления или от иных действий, которые связаны с участием в акционерном обществе и которые инвестор мог бы предпринять в ином случае, а также невозможность реально влиять на принятие решений. В результате чего в случае, если у миноритарного акционера публичного общества появляются сомнения в текущем и будущем положении дел в компании, ему бывает проще продать принадлежащие ему акции, не предпринимая каких-либо активных действий с целью изменить положение дел через систему корпоративного управления²⁵.

4. Регулирование участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении российских акционерных обществ является достаточно фрагментарным.

В соответствии с Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и Положением о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации (далее – Положение), утвержденным приказом ФСФР России от 22.06.2005 № 05–23/пз-н, управляющая компания паевого инвестиционного фонда, активы которого в соответствии с его инвестици-

онной декларацией могут составлять голосующие акции, обязана опубликовать информацию о политике, которой она будет придерживаться при осуществлении права голоса по акциям, составляющим паевой инвестиционный фонд. При этом установлено, что такая политика должна содержать изложение позиции, которой будет придерживаться управляющая компания при голосовании по ключевым вопросам, связанным с деятельностью общества, в том числе по вопросу о реорганизации, о ликвидации, об увеличении или уменьшении уставного капитала и тому подобном.

Такая информация публикуется на сайте в сети Интернет, а также, если это предусмотрено правилами, в печатном издании одновременно с зарегистрированными правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. В случае изменения политики, которой управляющая компания паевого инвестиционного фонда будет придерживаться при осуществлении права голоса по акциям, составляющим фонд, управляющая компания публикует сообщение об изменении политики с изложением существа указанного изменения. Это сообщение публикуется на сайте в сети Интернет в течение 3 дней с даты принятия управляющей компанией решения об изменении указанной политики, а также, если это предусмотрено правилами, в печатном издании в течение 7 дней с указанной даты.

Политика, которой будет придерживаться управляющая компания паевого инвестиционного фонда при осуществлении права голоса по акциям, составляющим паевой инвестиционный фонд, с включенными в нее изменениями, должна быть доступна на сайте в сети Интернет до даты исключения паевого инвестиционного фонда из реестра паевых инвестиционных фондов либо до опубликования на сайте в сети Интернет сообщения о регистрации изменений и дополнений в правила, предусматривающих исключение из числа объектов инвестирования голосующих акций акционерных обществ.

Помимо этого, управляющая компания паевого инвестиционного фонда публикует на сайте в сети Интернет сообщение о результатах осуществления права голоса по акциям, составляющим не менее 5% стоимости активов паевого инвестиционного фонда, определен-

²⁵ Там же.

ной на дату проведения общего собрания акционеров, с указанием по каждому акционерному обществу и каждому общему собранию акционеров такого акционерного общества, проводившемуся в течение отчетного года, сведений о том, как голосовала управляющая компания по каждому из вопросов повестки дня, указанному в политике осуществления права голоса по акциям, составляющим паевой инвестиционный фонд, которой должна придерживаться управляющая компания, а также формулировок таких вопросов и решений, принятых по таким вопросам.

Как показывает анализ соблюдения отдельными управляющими компаниями требований Положения в части разработки и раскрытия политик осуществления прав по акциям, составляющим паевые инвестиционные фонды, указанные политики, разработанные и раскрытые управляющими компаниями, содержательно мало чем отличаются друг от друга, что может свидетельствовать скорее о формальном соблюдении требований регулирования, чем об активной позиции управляющих в отношении компаний – объектов инвестиций.

Требования к принятию и опубликованию политики, которой должен придерживаться негосударственный пенсионный фонд при осуществлении права голоса по акциям, входящим в портфель такого фонда, в настоящее время законодательством Российской Федерации не предусмотрены.

Также отсутствует какое-либо регулирование по принятию и раскрытию политик по участию в управлении/голосованию по вопросам повестки дня общего собрания акционеров акционерных обществ – объектов инвестиций для еще одной категории институциональных инвесторов – субъектов страховой деятельности.

5. Отсутствие институционализированных рекомендаций или сводов лучших практик, определяющих подходы к активному участию институциональных инвесторов в управлении акционерными обществами. В настоящее время в России не разработаны и не рекомендованы к применению ни органами регулирования, ни стандартами саморегулируемых организаций аналоги кодексов надлежащего управ-

ления, стимулирующих институциональных инвесторов более активно участвовать в управлении компаниями.

6. В настоящее время на российском рынке есть отдельные примеры ответственного подхода акционерных обществ, предпринимающих усилия, направленные на активное взаимодействие с миноритарными акционерами и вовлечение их в процесс управления обществом, в том числе с использованием такого инструмента, как комитет миноритарных акционеров при совете директоров. Однако такие случаи носят единичный характер и не получили широкого распространения. Обществам еще только предстоит научиться правильно относиться к работе, направленной на выстраивание тесных взаимоотношений с миноритарными акционерами, результатом которой должны стать повышение уровня удовлетворенности акционеров и степень их вовлеченности в управление обществом на благо всех стейкхолдеров.

7. На данный момент участники рынка еще не очень широко используют возможности по снижению издержек, связанных с участием в управлении объектами инвестирования, которые появились в связи с новациями в регулировании. Так, с 2016 года у инвесторов появилась возможность принимать участие в корпоративных действиях через учетную инфраструктуру, а также участвовать в голосовании на общем собрании акционеров с использованием сети Интернет. Появилась возможность получить и использовать международный код идентификации юридического лица (LEI). Акционерным обществам и институтам учетной инфраструктуры следует предпринять дополнительные усилия для привлечения внимания акционеров и инвесторов к указанным новациям. Дальнейшее последовательное снижение издержек, связанных с доступом инвесторов к сервисам, позволяющим упростить участие инвесторов в управлении акционерными обществами, в частности снижение стоимости электронного голосования по вопросам общего собрания акционеров, потенциально способно оказать положительное влияние на уровень активности российских акционеров.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на то что право на участие в управлении акционерным обществом является одним из фундаментальных прав акционеров, предоставляемых ему корпоративным законодательством, и в таком качестве имеет существенное значение не только для самого акционера, но и для общества в целом, для практики корпоративного управления российскими компаниями характерна достаточно низкая активность миноритарных акционеров, как частных, так и институциональных.

Существует целый ряд причин такого положения дел, среди которых можно выделить высокие издержки на участие в управлении компанией, отсутствие заинтересованности в связи с краткосрочным характером инвестиций, игнорирование позиции миноритарных акционеров менеджментом и мажоритарными акционерами компании, недостаточные усилия по привлечению интереса к участию акционеров в управлении, предпринимаемые самими обществами, отсутствие специального регулирования и устоявшихся стандартов лучшей деловой практики в данной области. В связи с этим проблема повышения активности институциональных инвесторов – миноритарных акционеров в вопросах корпоративного управления стоит достаточно остро.

Одним из дискуссионных вариантов решения данной проблемы могло бы стать введение определенных правовых последствий неисполнения акционерами «обязанности» по активному участию в голосовании на общих собраниях акционеров.

Вместе с тем в ходе анализа международной практики в странах G20/ОЭСР не было выявлено примеров подходов, связанных с поражением прав акционеров, связанных с их неучастием в управлении акционерными обществами. В иностранных юрисдикциях наиболее распространенными подходами к стимулированию участия в голосовании являются установление

требований для институциональных инвесторов по принятию политики по голосованию и ее раскрытию, а также в ряде случаев – раскрытию результатов голосования и использование инструментов «мягкого права» на основе принципов и рекомендаций, содержащихся в различного рода квазинормативных документах, например в кодексах надлежащего управления, описывающих лучшие практики поведения институциональных инвесторов в вопросах корпоративного управления.

В Российской Федерации регулирование участия институциональных инвесторов в корпоративном управлении обществами, являющимися объектами инвестиций, осуществляется только в отношении управляющих компаний паевых инвестиционных фондов в части разработки и раскрытия ими политики голосования на общих собраниях акционеров.

Исходя из мирового опыта регулирования участия институциональных инвесторов в вопросах корпоративного управления, представляется целесообразным рассмотреть подходы, связанные с более активным развитием на российском рынке инструментов «мягкого права», направленных на стимулирование участия институциональных инвесторов в управлении акционерными обществами, в том числе путем разработки кодекса надлежащего управления, содержащего рекомендации, касающиеся построения взаимоотношений институциональных инвесторов с участниками корпоративных отношений публичных компаний.

Параллельно необходимо осуществить комплекс мер, направленных на то, чтобы решения по вопросам, связанным с управлением акционерными обществами, принимались на основе взвешенного анализа, а не формально.

В целях выработки взвешенных подходов для решения проблемы пассивности акционеров в вопросах корпоративного управления публичными акционерными обществами Банк

России предлагает всем заинтересованным лицам выразить свою позицию по следующим вопросам:

1. Считаете ли вы, что стимулирование активности разумного и добросовестного участия акционеров, прежде всего являющихся институциональными инвесторами, в общих собраниях акционеров публичных акционерных обществ, а также развитие иных форм взаимодействия с такими обществами будет способствовать повышению качества корпоративного управления в таких обществах и повышению акционерной стоимости таких обществ?

2. Какие формы стимулирования участия акционеров, в том числе институциональных инвесторов, в управлении публичными акционерными обществами вы считаете предпочтительными:

– жесткие формы, связанные с ограничением прав в случае халатного отношения к участию в общих собраниях акционеров;

– установление требований об утверждении политики голосования и ее раскрытия для всех категорий институциональных инвесторов;

– «мягкое регулирование» – через принятие кодекса надлежащего управления, основанного на принципе «соблюдай или объясняй причины несоблюдения»;

– иные формы (укажите какие);

– необходимость такого стимулирования отсутствует.

3. Поддерживаете ли вы установление ограничения прав акционеров, сведения о которых включены в список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, но которые без уважительных причин не принимают участия в общем собрании акционеров, в части:

а) права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций;

б) права на обращение в суд с требованием о признании недействительными решений, принятых общим собранием акционеров;

в) иных прав (укажите каких).

4. Какие формы участия институциональных инвесторов в управлении российскими публичными акционерными обществами, помимо голосования на общем собрании акционеров, по вашему мнению, являются наиболее предпочтительными:

– обязательное предложение вопросов в повестку дня общего собрания акционеров;

– обязательное предложение кандидатур независимых директоров для избрания в состав совета директоров;

– инициирование встреч с членами совета директоров и топ-менеджментом акционерного общества по вопросам, вызывающим озабоченность инвесторов;

– создание комитетов по взаимодействию с миноритарными акционерами;

– иные формы взаимодействия (укажите какие).

5. Поддерживаете ли вы введение требований, в соответствии с которыми все категории институциональных инвесторов должны будут:

а) утверждать и раскрывать политику по голосованию на общих собраниях акционеров обществ, акции которых входят в их инвестиционные портфели;

б) раскрывать информацию о том, как они проголосовали по каждому из вопросов повестки дня общего собрания акционеров?

Каковы, на ваш взгляд, риски введения таких требований?

6. По вашему мнению, разработка и принятие кодекса надлежащего управления для институциональных инвесторов в Российской Федерации, основанного на принципе «соблюдай или объясняй»:

– является позитивным фактором и будет способствовать повышению активности институциональных инвесторов и качества корпоративного управления в российских акционерных обществах, а также повышению акционерной стоимости таких обществ;

– не принесет никаких результатов;

– является негативным фактором, увеличивающим издержки участников финансового рынка.

7. Кодексом надлежащего управления для институциональных инвесторов может быть закреплена необходимость принятия институциональным инвестором надлежащих мер, обеспечивающих взвешенный и обоснованный подход к принятию решения по вопросам, внесенным в повестку дня общего собрания акционеров. Какие меры, по вашему мнению, могут быть признаны достаточными для проведения над-

лежащей оценки решений по вопросам повестки дня общего собрания:

– наличие аналитического отдела, в функции которого входит проведение оценки предлагаемых решений и выработка рекомендаций по вариантам голосования;

– направление в общество требования о предоставлении дополнительной информации в целях принятия обоснованного решения по вопросам, включенным в повестку;

– привлечение внешней консалтинговой организации, предоставляющей услуги по подготовке рекомендаций по голосованию по вопросам повестки дня общего собрания акционеров;

– иные меры (укажите какие).

8. Поддерживаете ли вы формирование в Российской Федерации национального рынка консалтинговых услуг, связанных с подготовкой рекомендаций по голосованию на общих собра-

ниях акционеров российских акционерных обществ? Есть ли, по вашему мнению, необходимость регулирования рынка таких услуг?

9. Какую роль, по вашему мнению, должны играть саморегулируемые организации, объединяющие институциональных инвесторов, в вопросах стимулирования активности институциональных инвесторов в корпоративном управлении публичными акционерными обществами?

10. Считаете ли вы эффективным способом повышения активности участия миноритарных акционеров в управлении акционерным обществом формирование и работу комитетов миноритарных акционеров при совете директоров? Требуется ли, по вашему мнению, издание Банком России специальных рекомендаций по данному вопросу?

