

О РОЛИ И ФУНКЦИЯХ КОРПОРАТИВНОГО СЕКРЕТАРЯ В ПУБЛИЧНЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ

Январь 2016

РАБОЧАЯ ГРУППА ПО СОЗДАНИЮ МФЦ

В БАНК РОССИИ
27 января 2016 г.

30 октября 2015 года в Аналитическом центре "Форум" при участии представителей Банка России и Московской Биржи проведено обсуждение роли и функций корпоративных секретарей в российских корпорациях, регуляторных требований и рекомендаций Кодекса корпоративного управления к их роли и функциям. В обсуждении приняли участие представители инвестиционных компаний, публичных акционерных обществ, акции которых торгуются на Московской бирже, Национального объединения корпоративных секретарей, консалтинговых и юридических фирм.

Дискуссия позволила выявить самый широкий спектр мнений о роли и функциях корпоративного секретаря в публичных компаниях, а также о требованиях регулятора и организаторов торгов к корпоративным секретарям обществ, акции которых включены в высший котировальный список.

Первоначально не самая первостепенная проблема в системе корпоративных отношений стала таковой, когда листинг крупнейших эмитентов был потенциально поставлен в зависимость от ее решения, тем самым увеличив риски для инвесторов и затраты для эмитентов.

Состоявшаяся дискуссия является примером механизма, который может способствовать улучшению качества корпоративного управления в России.

В данном случае были даны рекомендации об исключении чрезмерных регулятивных требований к роли и функциям корпоративного секретаря.

По итогам дискуссии подготовлен проект Меморандума о роли и функциях корпоративного секретаря в публичных акционерных обществах, который разослан участникам дискуссии 11 ноября 2015 года.

В соответствии с поступившими в Аналитический центр "Форум" письменными позициями, а также замечаниями участников дискуссии проект Меморандума доработан и размещен на официальном сайте Рабочей группы по созданию Международного финансового центра в Российской Федерации 17 декабря 2015 года. На размещенный на официальном сайте проект Меморандума новых замечаний не поступило.

В связи с изложенным представляем Меморандум о роли и функциях корпоративного секретаря в публичных акционерных обществах, отражающий итоги дискуссии в профессиональном сообществе.

А. Волошин, руководитель Рабочей группы по созданию международного финансового центра в Российской Федерации

А. Бранис, руководитель подгруппы по регулированию корпоративных отношений Рабочей группы по созданию международного финансового центра в Российской Федерации

А. Гайдамака, председатель Комитета эмитентов акций Московской биржи

О. Швырков, директор по корпоративному управлению ЗАО "Делойт и Туш СНГ"

О роли и функциях корпоративного секретаря в публичных акционерных обществах

I. Введение

В связи с разработкой и опубликованием Банком России проекта Положения о допуске ценных бумаг к организованным торгам, призванного заменить утвержденное приказом ФСФР России от 30 июля 2013 года № 13-62/пз-н Положение о допуске ценных бумаг к организованным торгам (далее – Положение о допуске), активизировалась дискуссия о роли и функциях корпоративного секретаря (далее – КС).

В частности, ряд профессионалов подвергли сомнению целесообразность включения в компетенцию независимого от исполнительного органа КС всех функций по взаимодействию с акционерами, часть из которых традиционно реализуется подчиненными исполнительному органу подразделениями, осуществляющими взаимодействие с инвесторами. Другие участники дискуссии отмечали, что функция КС по взаимодействию с акционерами – необходимое условие для решения стоящих перед ним задач по обеспечению корпоративных процедур, направленных на реализацию прав и законных интересов акционеров.

В целях обобщения позиций ключевых участников дискуссии 30 октября 2015 года была организована рабочая встреча в Аналитическом центре "Форум", в которой приняли участие представители органов управления российских корпораций, российских и иностранных инвестиционных фондов, Национального объединения корпоративных секретарей, а также представители Банка России и Московской биржи. По итогам обсуждения его участникам направлен проект меморандума, на который отдельные участники встречи представили замечания и комментарии. Кроме того, некоторые участники встречи направили свои письменные позиции, которые были учтены в обсуждении результатов дискуссии.

II. Контекст

10 апреля 2014 года Банком России рекомендован Кодекс корпоративного управления (далее – Кодекс) к применению акционерными обществами, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам. Кодекс содержит принци-

пы корпоративного управления (часть А Кодекса) и рекомендации по их соблюдению (часть Б Кодекса).

В соответствии с Кодексом (рекомендация 3.1) эффективное текущее взаимодействие с акционерами, координация действий общества по защите прав и интересов акционеров, поддержка эффективной работы совета директоров обеспечиваются независимым от исполнительных органов КС, который не может совмещать свою работу с выполнением иных функций в обществе.

До опубликования Кодекса приказом ФСФР России от 30 июля 2013 года № 13-62/пз-н был утвержден перечень требований, предъявляемых к корпоративному управлению эмитентов, содержащий аналогичные положения о роли и функциях КС.

Положение о допуске и Правила листинга ЗАО "ФБ ММВБ", зарегистрированные Банком России 8 октября 2015 года (далее – Правила листинга), также устанавливают требование к наличию у эмитента должностного лица либо структурного подразделения, осуществляющего функции КС. Указанные акты наделяют КС функциями по обеспечению взаимодействия эмитента с его акционерами и по участию в предупреждении корпоративных конфликтов (аналогично рекомендации 218 Кодекса). Кроме того, подпункты 5 и 6 Приложения 3 к Положению о допуске, подпункт 2.18 приложения № 2 Правил листинга устанавливают подотчетность КС совету директоров (аналогично рекомендации 216 Кодекса).

Вместе с тем, в настоящее время в отдельных обществах, акции которых включены в высший котировальный список, отсутствует должность КС, а его функции, перечисленные в Кодексе, реализуются подразделениями, подчиненными, в том числе, исполнительному органу общества. В некоторых обществах КС не осуществляет ряд функций, предусмотренных Положением о допуске, Правилами листинга и Кодексом (что обусловлено переходным периодом, предусмотренным приказом ФСФР России от 30 июля 2013 года № 13-62/пз-н).

В опубликованном Банком России проекте Положения о допуске ценных бумаг к организованным торгам установлены требования к корпоративному управлению общества, в том числе требования к наличию и функциям КС, соблюдение которых является условием включения акций в котировальный список, (пункты 1.5-1.6 Приложения 4 проекта Положения). Вместе с тем, среди данных требований отсутствуют функции КС по обеспечению взаимодействия с акционерами. Пунктом 10.2 главы 10 "Заключительные положения" проекта биржам дано указание привести Правила листинга в соответствие с рекомендациями Кодекса корпоративного управления в части функций КС в срок до 1 октября 2017 года.

В этой связи требования, установленные Кодексом, фактически станут обязательными для ряда публичных корпораций, что вызывает ряд замечаний со стороны профессионального сообщества.

III. Дискуссия

В соответствии с положениями Кодекса, Правил листинга и Положения о допуске КС должен выполнять интегративную роль. В этих целях на КС предлагается возложить весьма широкий круг функций, как принятых в современной практике корпоративного управления российских и иностранных корпораций, так и рекомендуемых руководствами саморегулируемых организаций корпоративных секретарей.

Наиболее полемическими вопросами в российском профессиональном сообществе остаются:

наделение КС управленческими функциями, функциями по обеспечению взаимодействия с акционерами, а также охране прав и законных интересов участников общества;

независимость КС;

организация работы КС и название его должности;

способы имплементации положений Кодекса (их трансформация в обязательные положения Правил листинга) и последствия несоблюдения закрепленных в нем правил (штрафы, делистинг или др.).

A. Роль и функции корпоративного секретаря публичной корпорации

С учетом особенностей национальных кодексов корпоративного управления, сложившейся практики их применения, рекомендаций профессиональных ассоциаций корпоративных секретарей и инвесторов (см. Приложение 1) можно условно выделить три основных роли, которые может выполнять КС, и соответствующий им набор функций.

1. "Секретарь совета директоров" с преимущественно *административно-техническими функциями*. Данная роль предполагает обеспечение деятельности совета директоров, в частности, организацию заседаний совета директоров, ведение протоколов и обеспечение коммуникаций совета директоров с другими подразделениями корпорации третьими лицами.

2. "Директор по корпоративному управлению", который осуществляет *управленческие функции*, организуя одновременно выполнение административно-технических. При исполнении управленческих функций на КС возлагаются обязанности по организации работы других подразделений корпорации для реа-

лизации полномочий совета директоров, в том числе связанных с созывом общего собрания акционеров, раскрытием информации, ведением реестра акций.

3. "Инвестиционный омбудсмен корпорации", который призван выполнять интегративную роль в хозяйственном обществе. На инвестиционного омбудсмена возлагается в дополнение к административно-техническим и управленческим выполнение *охранительной функции*, направленной на обеспечение защиты прав и законных интересов акционеров и корпорации.

Большинство участников рабочей встречи (с учетом поступивших после встречи письменных позиций), состоявшейся 30 октября 2015 года, отметили, что КС традиционно выполняет административно-технические функции и отсутствует целесообразность обязывать эмитентов возлагать дополнительные функции на КС. Часть участников предложила интерпретировать положения Кодекса таким образом, что КС должен выполнять административно-технические функции, а также координировать работу других подразделений и органов управления общества по реализации охранительных и управленческих функций.

В. Название должности и организация деятельности корпоративного секретаря

Положением о допуске, Правилами листинга и Кодексом предусмотрено выполнение функций КС одним лицом или подразделением, возглавляемым КС. Указанные акты используют название "корпоративный секретарь", не предусматривая возможности альтернативных названий.

Один из участников рабочей встречи, состоявшейся 30 октября 2015 года, сообщил о нецелесообразности регулирования данного вопроса, в то время как другие два сообщили о необходимости включения в название должности слов "корпоративный секретарь". В свою очередь, представители инвестиционного сообщества отметили, что механизмы распределения или делегирования советом директоров функций КС или иным подразделениям непосредственно не оказывают влияния на инвесторов до тех пор, пока эти функции выполняются надлежащим образом (в частности, функции по поддержке коммуникаций акционеров и совета директоров). Кроме того, представители инвестиционного сообщества, как принимавшие участие в указанной рабочей встрече, так и направившие письменные позиции, указали, что невыполнение рекомендаций Кодекса о КС не должно являться основанием для делистинга акций общества.

С. Внедрение рекомендаций Кодекса

Ключевым для эмитентов является вопрос о способах имплементации рекомендаций кодексов корпоративного управления, в том числе в части роли и функций КС.

В международной практике в настоящий момент сформировалось три основных подхода (способа) к внедрению рекомендаций кодексов корпоративного управления.

1. Добровольная имплементация
2. "Соблюдай или объясняй"
3. Обязательность рекомендаций кодексов корпоративного управления

Явное большинство участников рабочей встречи (с учетом поступивших после встречи письменных позиций), состоявшейся 30 октября 2015 года, высказалось за исключение из Правил листинга и Положения о допуске положений о КС. При этом один участник обсуждения настаивал на включении всех положений Кодекса о роли и функциях КС в Правила листинга.

IV. Выводы и рекомендации

По итогам изучения практик корпоративного управления и международного опыта (приложение 1) подготовлены следующие выводы и рекомендации.

Выводы

1. В мировой практике кодексы корпоративного управления применяются первоначально как рекомендательные акты, не рассчитанные на немедленное законодательное внедрение. Лишь по мере введения в деловую практику, что поддержано принципом "соблюдай или объясняй", многие их положения постепенно становятся обязательными для исполнения.

2. Положения о КС редко встречаются в кодексах корпоративного управления, правилах листинга или законодательных актах. При этом включение обязательности функций КС в Правила листинга является исключительно российской практикой. В отдельных странах включение подробного регулирования функций КС в законодательные акты обусловлено исторически сложившимися деловыми традициями.

3. На сегодняшний день отсутствует единообразная практика регламентации организационной роли и функций КС в практике корпоративного управления российских и зарубежных корпораций.

4. Эффективность и необходимость рекомендованной Кодексом организационной модели участия КС в деятельности публичной корпорации также не подтверждается опросами инвесторов. Проведенные ОЭСР опросы инвесторов не выявили их значительного интереса к данному институту. Вместе с тем ряд саморегулируемых организаций корпоративных секретарей, включая российское Национальное объединение корпоративных секретарей, отмечает необходимость наличия подотчетного совету директоров корпоративного секретаря для эффек-

тивной работы независимых членов совета директоров и защиты интересов акционеров. Национальное объединение корпоративных секретарей с учетом сложившейся практики корпоративного управления в российских корпорациях настаивает на придании формального статуса должности корпоративного секретаря и подробной регламентации его деятельности в обязательных для эмитентов правовых нормах или требованиях биржи.

5. Предусмотренные Кодексом рекомендации к независимости, в частности, к отсутствию у корпоративных секретарей исполнительных полномочий, не имеют непосредственных международных аналогов и могут вызвать трудности в процессе их внедрения и увеличить затраты эмитентов без очевидных положительных эффектов для КУ. Участники дискуссии согласились с тем, что указанные рекомендации должны толковаться ограничительно, а именно как подотчетность КС совету директоров. Одновременно участники отметили, что предъявление избыточных требований в вопросе независимости корпоративного секретаря может привести не к улучшению корпоративного управления, а, наоборот, к ухудшению, поскольку корпорации, вынужденные формально соответствовать данным требованиям, станут прибегать к использованию непрозрачных и неэффективных методов корпоративного управления.

6. Эмитенты и эксперты соглашались, что предлагаемая Кодексом модель закрепления роли и функций КС должна оставаться ориентиром для публичных корпораций.

Рекомендации

1. Придание рекомендациям Кодекса о роли и функциях КС обязательного характера для эмитентов, акции которых включены в высший список, может привести к формальному применению указанных правил без очевидных положительных эффектов для корпоративного управления, или даже в ущерб качеству корпоративного управления.

На основании изложенного, полагаем необходимым рекомендовать исключить положения о КС из Правил листинга и Положения о допуске либо исключить основания для делистинга в случае невыполнения Правил листинга в части требований к независимости КС и наделению его управленческими и охранительными функциями.

2. В целях создания мягких стимулов к улучшению корпоративного управления представляется целесообразным сохранить существующий подход к обеспечению реализации принципа "соблюдай или объясняй". В частности, необходимо сохранить в Положении о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденном Банком России 30 декабря 2014 года № 454-П,

обязанность эмитентов, чьи акции допущены к организованным торгам, включать в годовой отчет заявление о соблюдении рекомендаций Кодекса.

V. Обсуждение выводов и рекомендаций

1. По итогам рассмотрения дополнительных комментариев участников дискуссии следует отметить единство позиций всех участников о необходимости избежать формального подхода к внедрению лучших практик корпоративного управления. Кроме того, большинством участников предлагается допустить внедрение принципов Кодекса как стандартизированными в рекомендациях Кодекса способами, так и альтернативными, принятыми в индивидуальной практике корпоративного управления эмитента методами.

2. Все участники дискуссии, высказавшиеся по данному поводу, отметили необходимость гораздо большей вовлеченности представителей крупных институциональных инвесторов при решении вопросов изменения требований КУ. Ряд участников дискуссии высказались в пользу формирования регулятором при участии биржи специального органа, состоящего из представителей крупнейших инвесторов и эмитентов, и в задачи которого входили бы мониторинг внедрения Кодекса в публичных корпорациях и подготовка регулярных отчетов для биржи и регулятора о практике внедрения Кодекса. В то же время, данная рекомендация о механизмах имплементации принципов и рекомендаций Кодекса существенно шире предмета дискуссии, представленной в Меморандуме, и требует проведения отдельных публичных консультаций и исследований.

В то же время оценка соблюдения принципов Кодекса не предусмотренными рекомендациями Кодекса способами требует проведения сложной экспертизы независимыми экспертами в области корпоративного управления.

3. Попытки осуществлять эту деятельность регулятором или биржей могут натолкнуться на указанные в Меморандуме препятствия: чрезмерный формализм в случае осуществления деятельности регулятором или конфликты интересов, объективно присущие бирже.

4. Таким образом, отсутствие надежных механизмов экспертизы практик корпоративного управления в настоящее время может снизить эффективность внедрения обязательных требований в части роли и функций корпоративного секретаря, основанных на принципах и рекомендациях Кодекса.

5. В этой связи большинство участников дискуссии поддержали подход к внедрению Кодекса, основанный на принципе "соблюдай или объясняй".

**Обзор о роли и функциях корпоративного секретаря
в публичных акционерных обществах и о способах имплементации положений
кодексов корпоративного управления и аналогичных документов**

Подготовлен аналитическим центром "Форум"

Настоящий Обзор содержит дополнительную информацию о международном опыте регулирования, академических исследованиях, практике корпоративного управления и рекомендациях саморегулируемых организаций о роли и функциях корпоративного секретаря (далее – КС), а также о способах имплементации положений кодексов корпоративного управления.

А. Роль и функции корпоративного секретаря публичной корпорации

1. Административно-технические функции

Данный тип функций¹ направлен на обеспечение деятельности совета директоров, в частности, предоставление совету необходимой информации, организацию заседаний и ведение протоколов.

Реализация административно-технических функций призвана решить задачу профессионализации и повышения эффективности совета директоров.

Роль секретаря совета директоров, предусматривающая выполнение административно-технических функций, предполагает подчиненность КС совету.

В современных законодательных актах и кодексах корпоративного управления именно этот тип функций закрепляется за КС (например, часть 12 статья 271 Акта о компаниях Великобритании, положение b.5.2 Кодекса корпоративного управления Великобритании, пункт 6.3 Кодекса корпоративного управления Сингапура). В крупнейших листингуемых корпорациях за КС² закреплены именно административно-технические функции.

¹ Впервые данные функции предусмотрены в Кодексе лучшей практики, подготовленном в 1992 году в рамках отчета комитета по финансовым аспектам корпоративного управления, сформированным Советом по финансовой отчетности Великобритании.

² В частности, статья 6 устава Ford motor company, акции которой торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже, предусматривает, что секретарь совета директоров осуществляет ведение и хранение протоколов заседаний совета директоров. При этом согласно статье 7 устава указанной компании совет директоров вправе назначить генерального консула, отвечающего за общий надзор над правовыми вопросами компании. Аналогичные функции закреплены в уставе банка ABN AMRO N.V. (п. 3.1.2 устава), который

В рекомендованном Банком России Кодексе данные функции предусмотрены в пункте 1 рекомендации 219.

2. *Управленческие функции*

К таким функциям можно отнести координацию деятельности подразделений корпорации в целях совершенствования корпоративного управления, организацию взаимодействия между советом директоров, исполнительными органами и третьими лицами, участие в раскрытии информации, предупреждении конфликтов, организацию ведения реестра акций, обеспечение соблюдения процедур созыва и проведение общего собрания акционеров.

Реализация данных функций направлена на устранение проблемы неравного доступа к информации о деятельности корпорации, а также на снижение издержек координации.

Возложение управленческих функций на КС требует его организационно-структурной самостоятельности (пункты 2 и 3 рекомендации 219, рекомендация 220, принцип 3.1.2 Кодекса) и предоставления ему отдельных директивных полномочий в отношении органов управления и должностных лиц корпорации.

В настоящее время аналогичные функции закреплены, например, в статьях 44, 349, 858 Акта о компаниях Великобритании. В некоторых крупнейших публичных корпорациях соответствующие полномочия закреплены за КС во внутренних документах³.

К данному типу функций можно отнести предусмотренные пунктами 1, 3, 6-8 рекомендации 218 Кодекса.

3. *Охранительные функции*

Обзором Общества корпоративных секретарей и профессиональных управляющих⁴ и Руководством британского Института сертифицированных секретарей и администраторов (ICSA guidance on the duties and reporting lines of the company secretary)⁵, опубликованными в 2013 году, индивидуальным членам – корпоративным секретарям рекомендовано осуществлять защиту прав и законных интересов акционеров, участвовать в разрешении корпоративных конфлик-

инкорпорирован в Нидерландах, и акции которого в настоящее время проходят процедуру первичного размещения на Амстердамской бирже.

³ В частности, в нидерландской EADS N.V., акции которой торгуются на Euronext, корпоративный секретарь играет существенную роль в администрировании корпорации и построении системы корпоративного управления, а также осуществляет функции по правовому сопровождению корпорации в рамках полномочий, делегированных ее исполнительными органами.

⁴ <http://www.governanceprofessionals.org/about/roleofsecretary>

⁵ <https://www.icsa.org.uk/products-and-services>

тов и защищать интересы общества перед государственными органами и регулятором.

В частности, КС наделен функцией по взаимодействию с регулятором и государственными органами статьей 56 Акта о компаниях Великобритании.

Такие функции также предусмотрены пунктами 4 и 5 рекомендации 219 Кодекса, рекомендованного Банком России.

Необходимым условием реализации охранительных функций является отсутствие у КС конфликта интересов и его независимость от контролирующего и исполнительного органов, в том числе обособление его компетенции от тех функций, осуществление которых контролируется исполнительным органом (см., например, рекомендации 212, 213 и 221 Кодекса).

Выполнение КС охранительной функции позволяет обеспечить устойчивость системы корпоративного управления компанией в случае возникновения корпоративных конфликтов⁶. Вместе с тем, обеспечение реальной независимости КС требует ограничения возможностей контролирующих акционеров досрочно прекращать его полномочия и изменять внутренние документы (что может быть реализовано, например, в случае возникновения корпоративного конфликта).

Таким образом, в отсутствие четкой законодательной регламентации роли и функций КС данный подход может быть реализован лишь в случае достижения консенсуса между крупными (неконтролирующими) акционерами, что, скорее всего, возможно только в условиях распыленного акционерного капитала.

В. Название должности и организация деятельности корпоративного секретаря

По мнению некоторых экспертов, использование в национальных кодексах корпоративного управления стандартизированных наименований должности КС должно служить сигналом инвесторам о созданном в корпорации канале взаимодействия с советом директоров. При этом закрепление функций КС за одним лицом позволяет сконцентрировать полномочия и ответственность на конкретных должностных лицах корпорации.

Вместе с тем, анализ практики корпоративного управления в иностранных корпорациях свидетельствует, что наименование должностного лица, осуществляющего функции КС, часто варьируется даже в рамках одной юрисдикции. В

⁶ Отдельные авторы отмечают, что данная тенденция наметилась в американских корпорациях после принятия в 2002 году Акта Сарбейнса-Оксли (источник: <http://www.corporatesecretary.com/articles/case-studies/11628/c-level-change/>)

частности, в Швейцарии используется более десяти⁷ наименований для таких должностных лиц: секретарь компании, генеральный консул, директор по корпоративному управлению и другие, при этом за КС закрепляется различный набор функций.

В исследованиях по данному вопросу отсутствует подтверждение того, что отклонение в названии должности или распределении функций между несколькими подразделениями корпорации оказывает негативное воздействие на корпоративное управление⁸.

С. Внедрение рекомендаций Кодекса

1. Добровольная имплементация

Кодексы корпоративного управления, в том числе национальные, отраслевые и внутренние, утвержденные самой корпорацией, изначально являются рекомендательными документами. Основным стимулом для принятия корпорацией обязательств применять рекомендации кодекса является спрос на капитал и вера в признание инвесторами ценности таких рекомендаций. В этой связи информация о высоком уровне корпоративного управления (если инвесторы воспринимают соблюдение рекомендаций как признак хорошего корпоративного управления) создает необходимый эффект сигнализирования и позволяет смягчить проблему неблагоприятного отбора и недооценки акций корпорации при первичном размещении⁹.

К разновидности данного способа внедрения рекомендаций Кодекса можно отнести применение правил отраслевых ассоциаций, саморегулируемых органи-

⁷ Aydin Filiz, Dissertation of the University of St. Gallen, School of Management, Economics, Law, Social Sciences and International Affairs to obtain the title of Doctor Oeconomiae, стр. 229 ([http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4145/\\$FILE/dis4145.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4145/$FILE/dis4145.pdf)). Справочно: согласно Швейцарскому гражданскому кодексу (параграф 1 статьи 712) предусмотрено, что совет директоров назначает председателя и секретаря совета. При этом функции корпоративного секретаря в ШКГ не регламентированы.

⁸ В то же время вне зависимости от конкретного наименования должности в отдельной корпорации законодательство ряда стран для реализации публичных целей требует определять конкретное лицо или лиц, осуществляющих функции корпоративного секретаря (например, Акт о компаниях Великобритании, статья 271). Такой подход обусловлен необходимостью внесения сведений о корпоративном секретаре в публичные реестры (Великобритания) и тем, что корпоративный секретарь может быть самостоятельным субъектом административной и уголовной ответственности. При этом данное требование не препятствует одновременному возложению функций корпоративного секретаря на нескольких лиц (совместных секретарей) или передаче третьим лицам отдельных функций КС при сохранении ответственности за их реализацию за секретарем корпорации.

⁹ Например, Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced? Journal of Financial Economics, № 15, стр.187-212

заций, членом которых являются соответствующие корпорации (например, ICOSA). В частности, соответствие требованиям признанной инвесторами саморегулируемой организации может вести к более высокой оценке корпоративного управления корпорации.

Критика способа внедрения

К рискам, связанным с использованием данного способа имплементации положений кодексов корпоративного управления, следует отнести национальные социокультурные особенности инвесторов. В частности, институт КС является обычным для компаний¹⁰ в Великобритании¹¹ и США. В других странах отсутствие КС может не восприниматься инвесторами как слабость корпоративного управления и, следовательно, едва ли информация о наличии или отсутствии должности КС может иметь влияние на цену акций. Так, опрос ОЭСР, проведенный в 2015 году¹², свидетельствует, что инвесторы не считают вопросы, связанные с ролью и функциями КС, приоритетными. Анализ иностранных кодексов корпоративного управления показал: требование о наличии КС отсутствует в большинстве кодексов корпоративного управления¹³. В этой связи отсутствие КС в корпорации не является в соответствии с правилами иностранных бирж основанием для принудительного делистинга.

2. "Соблюдай или объясняй"

Данный способ имплементации получил наибольшее распространение среди национальных кодексов корпоративного управления вслед за рецепцией в начале 1990-х годов Кодекса лучшей практики¹⁴ (пункты 3.7 – 3.10, 4.2.6). В от-

¹⁰ Роль секретарей компании менялась, но для ряда государств институт корпоративного секретаря является традиционным. В частности, в Английской и Голландской Ост-Индских компаниях секретари осуществляли административные и регуляторные функции (в английской компании секретари в дополнение ко всему осуществляли исполнение компанией актов Парламента). К середине 19 века роль секретарей снизилась до "слуги директора" (e.g. *Pontifex v. Bigold*, 1841), но позднее, во второй половине 20 века она резко выросла.

¹¹ В отдельные периоды исторического развития корпоративного управления функции по ведению реестра акционеров, обеспечению соблюдения законов, представительства корпорации в отношениях с государственными органами возлагались на секретарей компании (например, в английских Левантийской и Ост-Индской компаниях). В ряде других стран должность секретаря компании не является обязательной и появилась в результате рецепции принципов Кодекса лучшей практики.

¹² <http://www.oecd.org/daf/ca/Results-2015-Survey-Investors-Priorities-on-Russian-Corporate-Governance-Code.pdf>

¹³ http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php. В то же время в отдельных правовых системах требование к наличию корпоративного секретаря закреплено в законодательных актах (в частности, для публичных корпораций такое требование установлено в Акте о компаниях Великобритании, а также в корпоративных законах большинства штатов США)

¹⁴ <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

чете, опубликованном в 1992 году Комитетом по финансовым аспектам корпоративного управления, сформированным Советом по финансовой отчетности Великобритании, рекомендовано предусмотреть в правилах листинга обязанность по раскрытию заявления совета директоров о следовании рекомендациям Кодекса (без расшифровки по каждой рекомендации). Позднее, в 2006 году в четвертую директиву ЕС по праву компаний внесены изменения директивой ЕС 2006/46/ЕС от 14 июня 2006 года¹⁵, предусматривающей обязанность раскрывать подробную информацию о соблюдении Кодекса.

Критика способа внедрения

После внесения изменений в четвертую Директиву ЕС по праву компаний в 2006 году принцип "соблюдай или объясняй" существенно возрос объем раскрываемой корпорациями информации, инвесторам стала предоставляться подробная информация по каждой рекомендации кодекса с подробным объяснением, как корпорация соблюдает рекомендации, буквальное следование которым не может обеспечить¹⁶. В результате эмитенты стали отказываться от индивидуальных практик корпоративного управления, даже соответствующих принципам кодекса корпоративного управления, в то время как издержки инвесторов на исследование отчетов листингуемых корпораций возросли¹⁷.

Кроме того, важными являются вопросы о субъекте, который осуществляет мониторинг реализации данного принципа, и о последствиях его нарушения.

В ряде стран мониторинг за внедрением осуществляет непосредственно регулятор, а нарушение полноты или достоверности предоставленной корпорациями информации о реализации принципов кодекса корпоративного управления влечет административную ответственность в виде штрафов за нарушение правил о раскрытии информации. В то же время регулятор не всегда имеет технические возможности для сопоставления практики корпоративного управления корпорации и рекомендаций кодекса корпоративного управления.

В других случаях субъектом контроля внедрения рекомендаций кодекса корпоративного управления является биржа. В отдельных случаях биржи (NYSE¹⁸, Six Swiss exchange) получают полномочия по делистингу акций корпо-

¹⁵ Directive 2006/46/EC

¹⁶ Marco Becht, "Comply or just explain?", Essays to 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code Financial Reporting Council, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.aspx>

¹⁷ Следует отметить, что российский кодекс корпоративного управления один из наиболее объемных и детализированных

¹⁸ Соблюдение кодексов корпоративного управления не предусмотрено правилами листинга Нью-йоркской фондовой биржи, однако сами правила листинга исторически включают в себя рекомендации по

раций, не соблюдающих утвержденные регулятором правила листинга, в которые включаются рекомендации по корпоративному управлению. Вместе с тем у биржи могут возникать внутренние конфликты¹⁹, влияющие на эффективность такого мониторинга. Наличие конфликта интересов у бирж и необходимость сложной экспертизы, требующей специальных знаний и выражения мотивированного суждения о соответствии разнообразных практик корпоративного управления рекомендациям кодекса корпоративного управления или правилам листинга, привели к созданию при регуляторе или бирже функционально независимых саморегулируемых организаций по мониторингу соблюдения кодексов корпоративного управления. Иногда на основе отчетов таких организаций регулятор принимает решения о проведении административного расследования либо корректировке правил и рекомендаций. В частности, при Нью-Йоркской фондовой бирже создана некоммерческая организация NYSE Regulation, Inc., которая осуществляет мониторинг и обеспечение исполнения правил биржи и регулятора. В Нидерландах мониторингом внедрения кодекса корпоративного управления занимается созданный Министерством экономики Комитет корпоративного управления²⁰. Аналогичные комитеты или рабочие группы созданы регулятором или биржей в Германии²¹, Италии²² и Сингапуре²³.

3. Обязательность рекомендаций кодексов корпоративного управления

При разработке первых кодексов корпоративного управления не предполагалась обязательность внедрения их рекомендаций (п. 3.9 Кодекса лучшей корпоративной практики²⁴). В дальнейшем в правила листинга в некоторых юрис-

корпоративному управлению (см. Руководство по корпоративному управлению, стр. iii и iv, опубликовано: http://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf)

¹⁹ Это обусловлено тем, что исторически крупнейшие биржи создавались крупными брокерскими домами как кооперативы, оказывающие услуги, в первую очередь, своим учредителям. Впоследствии, в процессе корпоративизации биржи превратились в публичные корпорации, однако это привело к тому, что они сами стали субъектом регулирования правил листинга. Кроме того, биржи конкурируют между собой, с альтернативными торговыми системами и с инвестиционными банками за эмитентов. Эмитенты являются ключевыми клиентами бирж, и у последних может быть недостаточно переговорной силы для принуждения эмитентов к соблюдению рекомендаций Кодекса.

²⁰ <http://www.commissiecorporategovernance.nl/information-in-english>

²¹ <http://www.dcgk.de/en/home.html>

²² <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/annualr2014.en.pdf>

²³ <http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/media-releases/2010/corporate-governance-council.aspx>

²⁴ <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

дикциях были включены отдельные рекомендации кодексов, которые стали тем самым обязательными для эмитентов, чьи акции включены в котировальный список (например, стандарты корпоративного управления Нью-Йоркской фондовой биржи).

Критика способа внедрения

Правила листинга предполагают буквальную имплементацию их положений. Таким образом, в корпорациях, обязанных к внедрению положений под угрозой делистинга их акций, применяется принцип "one size fits all". Такой подход не всегда приемлем, поскольку не позволяет учесть отраслевые или индивидуальные особенности корпорации, однако он подходит в тех случаях, когда акционерная структура корпораций однородна и допустимы стандартизированные решения. Для преодоления проблемы несоответствия единой модели корпоративного управления запросам эмитентов и инвесторов некоторые биржи получают больше усмотрения в части порядка имплементации положений правил листинга о корпоративном управлении (например, NASDAQ OMX Nordic Exchanges²⁵ имеет большую дискрецию в определении порядка внедрения листинговых правил о корпоративном управлении).

²⁵ Hans Christiansen and Alissa Koldertsova, "The role of stock exchanges in corporate governance", p. 10 (доступно: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/43169104.pdf>)