

ПОТЕНЦИАЛ ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА СЛУЖБЕ РОССИЙСКИХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Доклад Российско-Британской рабочей группы
по корпоративному управлению**

Перевод с английского

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ / **3**

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ / **4**

ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ КОИ? / **5**

На что направлен КОИ? / **6**

Преимущества и недостатки КОИ / **7**

РАСТУЩЕЕ ЗНАЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ И КОИ / **9**

Ответственное инвестирование как концепция / **9**

Британский КОИ (Stewardship Code) / **11**

Принципы британского КОИ-2012 / **11**

Консультации по британскому КОИ-2019 / **13**

ОТВЕТСТВЕННОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ В РОССИИ: КОНТЕКСТ,
ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ / **14**

РЕКОМЕНДАЦИИ / **16**

РЕЗЮМЕ / **18**

БЛАГОДАРНОСТИ / **18**

ВВЕДЕНИЕ

Мировые рынки капитала трансформируются под влиянием инвесторов, придающих все большее значение тематике ответственного инвестирования, в особенности по таким направлениям, как охрана окружающей среды, социальная сфера и корпоративное управление. Вследствие этого, растет потребность инвесторов и компаний в ответственном подходе к этим и другим вопросам, не только ради понимания целей компании, но и во имя объединяющих рынок ценностей и основ корпоративной культуры. В настоящий момент ответственное инвестирование стало мощнейшим фактором объединения всей инвестиционной цепочки общими интересами.

Великобритания сохраняет лидирующие позиции в разработке лучших практик корпоративного управления и ответственного участия акционеров в деятельности компаний.

Цель настоящего доклада – обобщить лучшие практики в сфере ответственного инвестирования для пользы российского делового сообщества. Мы надеемся, что все заинтересованные стороны прислушаются к нашим рекомендациям и выстроят на их основе собственные подходы и стратегии действий в данной сфере.

Как отмечается в докладе, принципы ответственного инвестирования уже не являются в мировой практике рынков капитала «дополнительным» инструментом – они интегрируются в повседневные практики всех участников инвестиционного процесса. Мы надеемся, что этот доклад послужит тому, чтобы российские рынки капитала внедрили лучшие практики КУ и ответственного инвестирования, разблокировав таким образом собственный потенциал для обеспечения нашего общего благосостояния на долгосрочную перспективу.



Гари Кампкин
управляющий директор
по внешним связям и
стратегии TheCityUK



Александр Волошин,
председатель правления
АЦ «Форум»

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Ответственное инвестирование, в основе которого, как правило, лежат принципы *Кодекса ответственного инвестирования (КОИ)*, уже не является в мировой практике рынков капитала «дополнительным» инструментом. Предполагается, что владельцы активов и управляющие должны ответственно участвовать в деятельности компаний, в которые инвестированы их средства, отчитываясь перед конечными бенефициарами инвестиционной цепи, насколько они справляются со своими обязательствами по соответствию принципам ответственного инвестирования. В современном инвестиционном процессе все больше внимания уделяется также соответствию критериям ESG (окружающая среда, социальная политика, корпоративное управление).

Великобритания сохраняет лидирующие позиции в разработке лучших практик корпоративного управления и ответственного участия акционеров в деятельности компаний. Первый в мире КОИ был опубликован в Великобритании в 2010 году. Действующий кодекс (UK Stewardship Code) подписали 280 компаний. Надзор над внедрением и применением положений кодекса осуществляет Совет по финансовой отчетности (Financial Reporting Council, FRC). В настоящий момент Совет проводит консультации по пересмотру Кодекса с целью усилить его действие и существенно расширить сферу применения.

У России пока еще нет собственного Кодекса ответственного инвестирования. Критерии ESG практически не интегрированы в российский инвестиционный процесс. Ответственное участие акционеров в отношении критериев ESG встречается редко и не регламентируется какими-либо утвержденными подходами, принятыми среди инвесторов в акции российских компаний, имеющих обращение на бирже.

В связи с этим, мы рекомендуем создать координационную и рабочую группу под эгидой Банка России и Ассоциации профессиональных инвесторов (АПИ) для осуществления надзора над реализацией мероприятий, обеспечивающих надежный и последовательный подход во внедрении ответственного инвестирования на российских рынках капитала. Сюда входит разработка, внедрение и применение российского Кодекса ответственного инвестирования и сопутствующих Рекомендаций по ответственному участию акционеров. Поскольку предполагается согласованное действие положений российского Кодекса ответственного инвестирования и Рекомендаций по ответственному участию акционеров и российского Кодекса корпоративного управления, координационная и рабочая группы должны соотносить свою деятельность с положениями ККУ.

Далее, Банку России рекомендовано в рамках уже действующей инициативы по созданию устойчивого и привлекательного инвестиционного климата на российских рынках капитала для отечественных и зарубежных корпоративных и частных инвесторов выступить «спонсором» постоянной серии круглых столов или конференций – один или два раза в год – с целью исследования возможностей улучшения ответственного инвестирования и ответственного участия акционеров в России.

На основе выводов об отличительных особенностях российских рынков капитала в докладе предложены рекомендации по продуманному и целенаправленному развитию в России духа ответственного инвестирования.

ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ КОИ?

Кодекс ответственного инвестирования предлагает основанные на принципах рекомендации профессиональным инвесторам – как владельцам, так и управляющим активами – с целью помочь им в исполнении возложенных на них клиентами и бенефициарами обязанностей по управлению активами. Положения Кодекса в основном применяются на основе принципа «соблюдай или объясняй» (comply or explain), когда от компании, подписавшей Кодекс, требуется подтвердить соответствие нормам или объяснить причины несоответствия. Раскрытие данной информации производится, как правило, на сайте компании. Поскольку ответственное инвестирование применимо в самых различных областях, принципы имеют приоритет над правилами, что дает подписантам Кодекса возможность руководствоваться собственными подходами и предпочтениями.

Основная цель Кодекса ответственного инвестирования – выстроить интересы всех участников инвестиционной цепочки (рис.1) таким образом, чтобы поведение каждого было ориентировано на интересы конечных бенефициаров, как финансовые, так и нефинансовые. Кодекс также вводит структуру ответственности, в рамках которой участники цепи могут призвать владельцев или управляющих активами к ответу по поводу исполнения принципов и положений Кодекса.

Диаграмма 1: Инвестиционная цепочка



КОИ также служит другим важным целям, в том числе:

- Предоставление соответствующим регуляторам базовых оснований для привлечения профинвесторов к ответственности за выполнение обязанностей по ответственному инвестированию.
- Предоставление доступа к единому инструменту контроля над поведением профинвесторов всему кругу правомочно заинтересованных лиц.
- Дополнительное усиление кодексов корпоративного управления путем формирования структуры ответственного участия институциональных инвесторов в работе СД и органов управления компаний. Эта функция КОИ призвана обеспечить взаимное понимание целей, а также расширить объем разделяемых всеми сторонами процесса понятий, таких как общие ценности.

Первый в мире кодекс ответственного инвестирования, британский Stewardship Code, был выпущен FRC в 2010 году. В настоящий момент его подписали 280 компаний, в частности, такие крупнейшие и влиятельные управляющие активами как BlackRock, Vanguard, Legal & General и большинство крупнейших пенсионных фондов Великобритании и других стран. Такой уровень поддержки служит важнейшим залогом доверия к Кодексу – без доверия он не смог бы эффективно достигать цели.

По всему миру действует 32 КОИ¹, многие находятся в стадии разработки. В основном кодексы ответственного инвестирования поддерживаются и продвигаются регуляторами или профессиональными ассоциациями инвесторов (как, например, Eumedion, – нидерландский фонд, представляющий интересы институциональных инвесторов в сфере корпоративного управления, который создал КОИ в Нидерландах²).

¹ Minerva Analytics, Мировые кодексы корпоративного управления (по состоянию на август 2018 г.): <https://www.manifest.co.uk/portfolio/global-governance-codes/>

² нидерландский КОИ: <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/2018-07-dutch-stewardship-code-final-version.pdf>

На что направлен КОИ?

Кодексы ответственного инвестирования непохожи друг на друга, поскольку адаптировались под местные особенности и практики, местное законодательство и нормативные акты. Тем не менее, большинство КОИ касаются следующих аспектов.

Конфликты интересов

Большинство владельцев и управляющих активами при внедрении принципов ОИ сталкиваются с необходимостью разрешить конфликт интересов. К примеру, конфликт возникает при наличии одного из управляющих владельца или одного из директоров инвестора в совете директоров компании, в которую управляющий активами или инвестор вложили деньги. С точки зрения фидуциарной ответственности жизненно важно, чтобы владелец и управляющий активом действовали в интересах бенефициаров, таких как пенсионеры, или клиентов.

КОИ требует, чтобы такие конфликты были выявлены надлежащим образом и чтобы информация по их разрешению была раскрыта.

Взаимодействие с компаниями – объектами инвестиций

КОИ принципиально требует от подписантов ответственно взаимодействовать с советами директоров и менеджментом компаний, в которые они инвестируют. На практике подписанты не должны иметь отношений с СД и менеджментом компаний, которые являются для них объектом инвестиций. Крупные УК вкладываются в тысячи фирм по всему миру и не имеют возможности взаимодействовать с каждой. Однако они должны сформулировать соответствующую политику взаимодействия, с критериями для принятия решения о времени взаимодействия (например, раз в год вступать в контакт с СД компании, где размещена большая доля инвестиций; может также действовать политика вмешательства только в исключительных случаях).

КОИ, как правило, требуют достаточно подробного раскрытия подобного рода политик. Многие владельцы делегируют участие своим управляющим активами и раскрывают такие данные – с указанием названий УК и ссылкой на сайт, выполняя таким образом требования Кодекса.

Усиление участия

Для многих профессиональных инвесторов ответственное участие акционеров выходит за рамки простого голосования акциями в собственности или под управлением на ежегодном общем собрании акционеров или на частном собрании держателей определенного класса акций. Зачастую советы директоров и менеджмент компаний игнорируют взгляды частных владельцев и управляющих активами, под предлогом того, что поднимаемые ими вопросы не волнуют другие категории инвесторов – в то время как это не соответствует действительности. КОИ предлагает рекомендации относительно способов усиления участия таких подписантов, побуждая их расширять свое вовлечение в жизнь компании и сотрудничество с другими частными владельцами и управляющими активами по мере необходимости. Советы директоров и менеджмент скорее прислушаются к консолидированной позиции нескольких владельцев и управляющих. В Великобритании был даже организован «Форум инвесторов» для координации близких позиций инвесторов по мере возникновения различных ситуаций для последующего голосования по инструкции от имени инвесторов и защиты общей позиции перед советом директоров и менеджментом. Кроме того, КОИ рекомендует дальнейшие шаги по разрешению ситуации в случае отказа со стороны компании принять во внимание позицию инвесторов. К таким шагам относится составление формального письменного обращения к совету директоров по рассматриваемому вопросу, и, если все средства исчерпаны, остается возможность выступить на общем собрании акционеров, где и озвучить свою позицию или вопрос.

Раскрытие результатов голосования

Кодекс рассматривает политики раскрытия результатов голосования владельцами и управляющими. Кодексы принципиально требуют от подписантов наличия тщательно продуманной политики по голосованию, которую утверждает орган управления или владелец/управляющий. Таким образом, политика получает официальное одобрение. Для усиления индивидуальной ответственности через прозрачность, КОИ обычно требуют эффективного раскрытия результатов голосования, что дает клиентам и другим участникам возможность определить, как именно голосовали по отдельным пунктам повестки те или иные частные владельцы и управляющие активами.

Преимущества и недостатки КОИ

С момента появления первого КОИ продолжаются дебаты по поводу пользы или вреда таких кодексов как явления в целом. Будет справедливо предположить, что глобальные институциональные инвесторы – частные владельцы и управляющие активами – верят в пользу КОИ, поскольку готовы добровольно стать их подписантами и публично декларируют верность их принципам. Многие регуляторы также поддержали введение КОИ на своих рынках, поскольку кодекс повышает доверие к рынку через повышение ответственности инвесторов. Эмитенты также в целом поддерживают КОИ, поскольку на практике убедились в эффективности кодекса как средства улучшения взаимодействия с инвесторами по вопросам корпоративного управления.

Некоторые основные преимущества и недостатки КОИ рассматриваются ниже.

Основные преимущества КОИ

В части ответственности инвесторов за соответствие критериям ESG (окружающая среда, социальная политика, корпоративное управление), КОИ позволяет достичь соблюдения следующих условий:

- Выстраивание интересов в инвестиционной цепочке. Это помогает обеспечить должный учет интересов конечных бенефициаров в процессе принятия решений по всей инвестиционной цепочке.
- Персональная ответственность по всей инвестиционной цепочке. Среди управляющих активами и владельцев растет число тех, кто регулярно публикует подробные отчеты по соблюдению принципов ответственного инвестирования в рамках обязательств по исполнению условий Кодекса.
- Раскрытие методов управления конфликтами интересов. Кодекс предписывает подписантам тщательным образом выяснять наличие конфликтов интересов и соблюдать прозрачность при их разрешении.
- Прозрачность голосования управляющих активами и владельцев. Несмотря на то, что голосование лишь один из инструментов ответственного инвестирования, оно играет важнейшую роль, и когда управляющие и владельцы голосуют против рекомендации совета директоров компании, крайне важно объяснять мотивы такого поведения как совету директоров, так и клиентам и бенефициарам.
- Создание основ эффективного вовлечения управляющих и владельцев, вместе и по отдельности, в процесс управления компанией через взаимодействие с советом директоров и менеджментом, особенно в свете соблюдения критериев ESG в возникающих ситуациях. Такое вовлечение является отправной точкой ответственного инвестирования, и КОИ предлагает полезные рекомендации в отношении требований и ожиданий.

Основные недостатки КОИ

- Шаблонный подход к отчетности и ответы «для галочки» со стороны отдельных подписантов кодекса. Регуляторы должны проследить за тем, что оценка выполнения подписантами требований кодекса осуществляется эффективно и подписант располагает необходимыми для этого ресурсами.
- Эффективное внедрение КОИ может представлять сложность для регуляторов. К примеру, могут возникнуть трудности с проверкой раскрываемых данных.
- В отдельных случаях кодексы могут ставить нереалистичные ожидания соблюдения подписантами принципов ответственного инвестирования, особенно если инвестиционный портфель насчитывает большое количество разбросанных по удаленным друг от друга рынкам компаний.
- КОИ имеют тенденцию фокусироваться на обязательствах в отношении акционерного капитала, обращающегося на бирже, в то время как многие принципы КОИ применимы к долевым инструментам, выпущенным эмитентом, имеющим биржевой листинг, таким как долговые обязательства, и к альтернативным инструментам инвестирования, таким как объекты недвижимого имущества и прямые инвестиции.
- Слишком большой акцент делается на требованиях раскрытия подписантами информации по политике ответственного инвестирования, в ущерб раскрытию результатов практического применения данных политик.

РАСТУЩЕЕ ЗНАЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ И КОИ

ESG и устойчивое инвестирование стали мейнстримом в среде институциональных инвесторов, и критерии ESG все чаще включаются владельцами в договор поручения на управление инвестиционным портфелем. Эти критерии могут включать широкий спектр вопросов, таких как адекватное раскрытие данных по выбросам CO², вознаграждение директорам, размер и условия компенсации в схемах поощрения, подход к соблюдению прав человека поставщиками компании и представленность различных групп в органах управления компаний. Ниже приведена дополнительная информация по ответственному инвестированию и критериям ESG.

На данный момент нет достоверных данных по общему мировому объему инвестиций с использованием критериев ESG, но, например, в интервью председателя совета директоров инвестиционного гиганта BlackRock Ларри Финка газете Financial Times в октябре 2018 года приводится оценка, согласно которой объем активов в онлайн-торговле с использованием критериев ESG вырастет с 25 млрд до более чем 400 млрд долларов в течение следующих десяти лет³.

В любом случае, можно утверждать, что факторы ESG влияют на движение капитала как никогда раньше. Таким образом, полезно будет поощрять интерес советов директоров и акционеров к данным вопросам с целью снижения затрат компаний на привлечение капитала и обеспечить внимание советов директоров к соблюдению интересов акционеров при принятии решений. От этого выиграют все заинтересованные стороны.

Ответственное инвестирование как концепция

Ответственное инвестирование – подход к инвестированию, целью которого является внимание к критериям ESG (окружающая среда, социальная политика, корпоративное управление) в процессе принятия инвестиционных решений для более эффективного управления рисками и создания устойчивой доходности в долгосрочной перспективе⁴.

Ответственное инвестирование применяется многими инвесторами в течение долгих лет. Однако за последние три года произошел революционный скачок в применении этого подхода под воздействием следующих факторов:

- В финансовых кругах растет понимание, что факторы ESG играют существенную роль в расчете риска и доходности и являются частью фидуциарной ответственности перед клиентами и бенефициарами.
- Инвесторы осознают, что политика краткосрочных выгод наносит ущерб финансовым результатам компании, возврату инвестиций и поведению компании на рынке.
- Давление со стороны конкурентов, применяющих ответственное инвестирование как свое конкурентное преимущество.
- Бенефициары проявляют все большую активность, требуя прозрачности в отношении объектов и способов инвестирования своих денег.
- Возникновение репутационного риска, способного привести к разрушению стоимости компании, в связи с недостаточным вниманием к изменению климата, загрязнению окружающей среды, условиям труда, представленности различных групп населения, коррупции и агрессивным налоговым стратегиям в ситуации глобализированной экономики и социальных сетей.

³ "BlackRock делает ставку на устойчивое инвестирование", Financial Times, 23 окт. 2018 г.: <https://www.ft.com/content/f66b2a9e-d53d-11e8-a854-33d6f82e62f8>

⁴ Из "Принципов ответственного инвестирования", авторы группа инвесторов при содействии UNEP Finance Initiative и UN Global Compact: www.unpri.org

Мировое инвестиционное сообщество выступает в поддержку принципов ответственного инвестирования и рассчитывает на поддержку регуляторов рынков капитала во внедрении этих принципов, как правило путем принятия КОИ. Многие крупные институциональные инвесторы даже создали отдельные подразделения для работы по критериям ESG для выполнения обязательств по кодексу. Такие команды по ESG отвечают за голосование акциями клиентов, ответственное вовлечение в деятельность объектов инвестиций в части критериев ESG и публикацию на сайте отчетности по действиям от имени клиентов.

Примеры факторов ESG

Применяется много различных факторов ESG, и их природа постоянно изменяется. Примерами таких факторов являются:

Окружающая среда

- Изменение климата – вплоть до физического риска и риска переходного периода
- Истощение ресурсов вплоть до воды
- Проблемы отходов и загрязнения окружающей среды
- Гибель лесов

Социальная политика

- Условия труда, в том числе использование рабского и детского труда
- Местные общины, в том числе конфликты с коренным населением
- Охрана труда и здоровья
- Отношения в коллективе и представленность различных групп населения

Корпоративное управление

- Вознаграждение директорам
- Взятки и коррупция
- Представленность различных групп населения в СД
- Налоговая стратегия

КОИ раньше в основном касались инвесторов в акционерный капитал, но многие международные инвесторы, такие как Aberdeen Standard, теперь применяют принципы КОИ к другим классам инвестиций, в связи с чем британский Совет по финансовой отчетности (FRC) предлагает отразить эту перемену в редакции КОИ 2019 года.

Британский КОИ (Stewardship Code)

В 2009 году, в качестве меры реагирования на финансовый кризис, тогдашний премьер-министр Гордон Браун поручил известному банкиру сэру Дэвиду Уокеру возглавить правительственную комиссию по расследованию проблем корпоративного управления в британских банках и финансовых институтах. Один из главных тезисов расследования заключался в том, активное вовлечение в работу с советами директоров остается обязанностью акционеров. Комиссия рекомендовала создать кодекс ответственного управления, подписантами которого могли бы стать институциональные инвесторы.

В 2010 году британский Совет по финансовой отчетности (FRC) опубликовал первый в мире КОИ с целью обеспечить успех компаний в долгосрочной перспективе с одновременным ростом благосостояния источников капитала. Кодекс фактически копирует Заявление о принципах авторитетного британского Комитета институциональных акционеров (2005) в части обязанностей институциональных инвесторов.

В 2012 году FRC выпустил вторую редакцию КОИ, которая продолжает действовать (как будет рассмотрено далее, FRC объявил консультации по существенному изменению документа). В Кодексе закреплена обязанность совета директоров по соблюдению принципов ответственного инвестирования компанией, однако отмечена и важная роль инвесторов в контроле за выполнением этой обязанности. Целевая аудитория обновленного в 2012 году британского КОИ – институциональные инвесторы, как частные владельцы, так и управляющие активами. Кодекс не являет собой свод жестких правил; в него входят семь принципов «соблюдай или объясняй» с дополнительными рекомендациями по вопросам ОИ с точки зрения профинвесторов. В предисловии к КОИ подчеркивается, что ответственное инвестирование – это не только вопросы, касающиеся голосования. В это понятие входит мониторинг и участие в таких аспектах деятельности компаний, как определение стратегии, финансовые показатели, управление рисками, структура капитала и корпоративное управление, в частности, корпоративная культура и политика вознаграждений.

Принципы Британского КОИ-2012

Для защиты и роста стоимости компании, которая доходит до конечного бенефициара, институциональные инвесторы должны:

- Публично раскрывать свою политику по соответствию принципам ответственного инвестирования. Кодекс разъясняет, что в мероприятия по ОИ входит мониторинг и участие в таких аспектах деятельности компаний, как определение стратегии, финансовые показатели, управление рисками, структура капитала и корпоративное управление. Кодекс подчеркивает важность раскрытия в политике ОИ непосредственного влияния данной политики на защиту и рост стоимости компании, которая доходит до конечного бенефициара.
- Устойчивая политика компании в области управления конфликтами интересов также должна быть раскрыта публично. Кодекс устанавливает, что институциональные инвесторы должны иметь и раскрывать политику обнаружения и разрешения конфликтов интересов. Целью политики должны быть «все возможные шаги» по обеспечению главенства интересов клиента или бенефициара.
- Мониторинг объектов инвестирования. Кодекс указывает, что «эффективный мониторинг является неотъемлемой частью политики ответственного инвестирования». Институциональные инвесторы должны принимать ряд мер, в частности, постоянно быть в курсе финансовых результатов деятельности компании, проверять, что компанией управляют эффективно, а также уделять внимание качеству отчетности.

- Установление четких рекомендаций о времени и способе активизации деятельности по ОИ. Кодекс предлагает наличие условий, при которых институциональный инвестор обязан активно вмешаться в происходящие события. Первоначальные переговоры должны вестись на условиях конфиденциальности, но если компания не дает конструктивного ответа, институциональные инвесторы должны рассмотреть возможность вмешательства – путем встречи с председателем совета директоров и другими членами СД, выступлений на ежегодном собрании акционеров и других собраниях акционеров.
- Готовность действовать совместно с другими инвесторами в случае необходимости. Коллективные действия особенно уместны в кризисных ситуациях или при значительной угрозе стоимости компании вследствие наступления риска. Согласно Кодексу, институциональные инвесторы обязаны раскрывать свою политику коллективных действий, в том числе определить, наступление каких именно обстоятельств является поводом прибегнуть к коллективным действиям.
- Четко сформулированная политика голосования и раскрытия результатов голосования. Кодекс разъясняет, что институциональные инвесторы должны по возможности голосовать всеми имеющимися в собственности акциями и не поддерживать «по умолчанию» политику совета директоров. Кодекс предписывает публичное раскрытие протоколов голосования, факта голосования уполномоченными лицами по доверенности и подхода к кредитованию ценными бумагами.
- Регулярная отчетность по ОИ и голосованиям. Кодекс устанавливает регулярную отчетность управляющих перед клиентами и бенефициарами по выполнению обязательств. В Великобритании растет число ведущих институциональных инвесторов, публикующих ежегодные отчеты по ОИ на своих сайтах.

Принятие в Великобритании КОИ привело к повышению качества отношений между инвесторами и компаниями. Несмотря на это, в январе 2016 года FRC отметил: «культура ОИ еще только складывается» и «надлежит активно поддерживать темп внедрения КОИ», поскольку отчетность некоторых подписантов Кодекса вызывает опасения, что они не следуют взятым обязательствам по внедрению КОИ⁵.

Аналогичным образом, в ноябре 2016 года, FRC предпринял шаги к «повышению качества отчетности по Кодексу, развитию прозрачности рынка и укреплению доверия к Кодексу», оценив качество отчетности подписантов и разделив их на три эшелона⁶.

Эшелоны британского КОИ

Подписанты Кодекса разделены на эшелоны по качеству отчетности по семи принципам Кодекса и сопутствующим рекомендациям. Управляющие активами разбиты на три эшелона, остальные подписанты на два эшелона.

Эшелон 1

Подписанты предоставляют качественное и прозрачное описание своего подхода к ОИ и при необходимости – объяснения применения альтернативного подхода.

Эшелон 2

Подписанты соответствуют многим ожиданиям по отчетности, но описание своего подхода к ОИ менее прозрачно или отсутствуют объяснения отклонений от Кодекса.

⁵ Совет по финансовой отчетности, «Отчет о развитии корпоративного управления и ответственного инвестирования в 2015 г.» (январь 2016 г.)

⁶ Сайт Совета по финансовой отчетности: <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/uk-stewardship-code-statements>

Эшелон 3

Для обеспечения прозрачности подхода требуется значительное улучшение отчетности. Подписанты не уделили достаточного внимания улучшению своих отчетов, они остаются шаблонными и не раскрывают или слабо раскрывают причины отклонений от Кодекса⁷.

Институциональные инвесторы, отнесенные к Эшелону 3 и не внесшие значительных коррективов в свою отчетность, были исключены из числа подписантов Кодекса в августе 2017 года.⁸ Соответственно, все подписанты Кодекса относятся к Эшелону 1 или Эшелону 2 и входят в список на сайте FRC⁹.

Консультации по Британскому КОИ-2019

В декабре 2018 года FRC предложил на рассмотрение общественности высокоуровневые вопросы, касающиеся действующего Кодекса, начав таким образом его пересмотр. Решение внести поправки было основано на ряде обстоятельств. В Великобритании происходит смена отношения к роли бизнеса в обществе, растет понимание ответственности бизнеса перед акционерами. Смена общественного мнения была подстегнута рядом скандалов, связанных с крахом пользовавшихся доверием корпораций, что высветило важность факторов ESG в инвестиционном процессе. Кроме того, независимый обзор деятельности FRC, подготовленный группой под руководством сэра Джона Кингмана, поставил под сомнение в целом эффективность действия КОИ.¹⁰

30 января 2019 года FRC опубликовал в порядке консультаций предложения по внесению поправок в Британский КОИ.¹¹ В частности, предлагаются следующие поправки:

- **Цели, ценности, культура:** инвесторы должны отчитываться о том, каким образом их цели, ценности и культура помогают выполнять обязательства перед клиентами и бенефициарами. Это гармонизирует Кодекс с британским Кодексом корпоративного управления.
- **Признание важности факторов ESG:** в новом Кодексе будут напрямую указаны факторы ESG. Подписанты должны будут принимать во внимание существенные факторы ESG при выполнении обязательств по ОИ.
- **ОИ не только для акционерного капитала, обращающегося на бирже:** поправки к Кодексу предписывают инвесторам соблюдать принципы ОИ в отношении широкого спектра инвестиций, таких как заемные ценные бумаги и прямые инвестиции, где у инвесторов есть влияние и права, как в Великобритании, так и по всему миру.

Кроме того, ряд поправок нацелен на устранение обеспокоенности по поводу того, что Кодекс уделяет излишнее внимание политикам ОИ для управляющих активами, а не результатам внедрения этих политик. Также определенное беспокойство вызывает переизбыток в Эшелоне 1 подписантов, которые недостаточно эффективно проводят политику ОИ.

И наконец, небольшое, но существенное уточнение по подходу «*соблюдай или объясняй*», который использовался все это время. Согласно поправкам в Британский КОИ-2019, принципам отныне нужно следовать, руководствуясь подходом «*применяй и объясняй*». Иными словами, подписанты больше не смогут произвольно выбирать какие угодно принципы, чтобы им следовать – теперь нужно применять их все, давая ясное объяснение, каким образом они применяются. Такой подход гораздо жестче, чем существующий сейчас подход «*соблюдай или объясняй*», согласно которому если подписанты решают не соответствовать положению Кодекса, они должны объяснить причину и раскрыть альтернативный подход, который был применен взамен.

Пока неясно, какие из консультационных поправок FRC войдут в окончательный вариант Британского КОИ-2019, но вектор движения ясен – новый Кодекс позволит выйти на более устойчивый уровень ОИ с большим охватом, чем сейчас. Это поможет усилить доверие к британским рынкам капитала, а также роль и ответственность компаний и профессиональных инвесторов.

⁷ Об эшелонах подписантов Кодекса ответственного инвестирования: <https://www.frc.org.uk/news/november-2016/tiering-of-signatories-to-the-stewardship-code>

⁸ Отдельные подписанты 3 эшелона добровольно сняли с себя обязательства по Кодексу до августа 2017 г.

⁹ <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/uk-stewardship-code-statements>

¹⁰ Независимый отчет Кингмана для FRC (Independent Review of the Financial Reporting Council, which was led by Sir John Kingman), декабрь 2018 года: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/767387/frc-independent-review-final-report.pdf

¹¹ [https://www.frc.org.uk/news/january-2019-\(1\)/frc-strengthens-stewardship-code](https://www.frc.org.uk/news/january-2019-(1)/frc-strengthens-stewardship-code)

ОТВЕТСТВЕННОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ В РОССИИ: КОНТЕКСТ, ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ

Рынок акций и облигаций Московской биржи – самый крупный в России, а Московская биржа входит в тридцатку лидирующих фондовых бирж мира.¹²

Индексы ценных бумаг Московской биржи состоят из 42 бумаг, а доля трех крупнейших эмитентов составляет 42.5% капитализации индекса, пяти крупнейших эмитентов – 54.1%, и десяти – 72.2%¹³.

По данным на февраль 2019 г., в число 10 крупнейших эмитентов с листингом на Московской бирже по уровню рыночной капитализации входили Сбербанк, Роснефть, ЛУКОЙЛ, Газпром, Новатэк, Норильский никель, Татнефть, Сургутнефтегаз, НЛМК и Северсталь.

Напротив, индекс корпоративных облигаций Московской биржи состоит из 100 компаний, и его база размыта: самый крупный эмитент составляет всего 2.5% индекса.¹⁴ Следует отметить, что многие управляющие активами не могут на практике инвестировать в российские ценные бумаги по причинам стресс-тестов комплаенса. Кроме того, корпоративные облигации также конкурируют с федеральными.

Контрольный пакет акций многих эмитентов находится у государства, прямо или опосредованно. К примеру, на 31 декабря 2017 года суммарный пакет акций Газпрома, прямо или опосредованно находящийся в собственности Российской Федерации, составил 50.23%¹⁵. Доля акций российских компаний, прямо или опосредованно принадлежащая иностранным инвесторам, в уровне free-float традиционно велика – зачастую более 70% (их доля участия также представлена в виде ADR, котирующихся на фондовых биржах за рубежом). Вследствие этого национальным инвесторам может быть нелегко оказывать влияние на компании с листингом в России и в целом на российский рынок. Эмитенты, таким образом, предпочитают фокусировать свои отношения с инвесторами на иностранных институциональных инвесторах, но у последних аппетит к риску по российским бумагам в данный момент практически полностью удовлетворен. Следовательно, торгуемым на российской бирже компаниям при поиске свежего капитала и активного рынка для своих акций необходимо привлекать новых иностранных инвесторов, что крайне непросто в сложившейся геополитической обстановке и с учетом все возрастающей важности для инвесторов высоких стандартов соответствия критериям ESG.

Кроме того, большой процент эмитентов, торгующихся на Московской бирже, связан с энергетическим и добывающим сектором экономики. Это не только капиталоемкие, но и отягощенные факторами риска по ESG отрасли.

Вследствие большой концентрации собственности российских компаний, миноритариям бывает сложно влиять на работу совета директоров компаний котируемого списка Московской биржи. При этом кумулятивная система голосования в России позволяет миноритариям – особенно иностранцам с большой долей – влиять на состав совета директоров. При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих одному голосующему, умножается на число мест в совете директоров. Итоговое число голосов можно распределить между кандидатами произвольным образом. Выбранными в СД, насколько позволяет количество мест, считаются кандидаты, получившие наибольшее число голосов. Однако сомнительно, что кумулятивная система подачи голосов понятна иностранным профинвесторам. Некоторые из них могут беспокоиться по поводу формирования непреднамеренных коалиций с другими инвесторами, чего не случается в аналогичных ситуациях в Великобритании.

¹² Сайт Московской биржи: <https://www.moex.com/s338>

¹³ По состоянию на 24 января 2019 г. Источник: Московская биржа <https://www.moex.com/en/index/RTSI/constituents/>

¹⁴ По состоянию на 24 января 2019 г. Источник: Московская биржа <https://www.moex.com/en/index/RUCBITR/constituents/>

¹⁵ Годовой отчет Газпрома 2017 г.: <http://www.gazprom.com/f/posts/60/709300/gazprom-annual-report-2017-eng.pdf>

Если рассматривать ситуацию в целом, есть возможность повышать уровень осведомленности о кумулятивной системе подачи голосов, таким образом содействуя ответственному участию акционеров, пониманию рисков ESG российскими компаниями с листингом на Московской бирже, и повышению привлекательности российских рынков капитала в глазах инвесторов.

С ростом значимости факторов ESG в принятии инвестиционных решений, несмотря на значительные успехи в корпоративном управлении многих российских ПАО и невзирая на наличие российского Кодекса корпоративного управления, иностранные инвесторы все меньше решаются инвестировать в российские компании, увеличивая стоимость капитала для последних. В дальнейшем для всех компаний, имеющих листинг в России, крайне важно будет наглядно демонстрировать понимание рисков для окружающей среды и общества – а также рисков корпоративного управления – на которых сейчас сосредоточено внимания инвестиционного сообщества.

Российские институциональные инвесторы, а также значительные иностранные игроки, такие как APG и Franklin Resources, являются членами российской Ассоциации профессиональных инвесторов (АПИ), и представляют собой «25 наиболее активных крупных институциональных инвесторов с общим объемом инвестиций под их управлением в России на сумму 30 млрд долларов».¹⁶ Они объединились для «совместного продвижения интересов инвесторов и развития лучших практик корпоративного управления в России».¹⁷ АПИ продвигает лучшие практики корпоративного управления и операционной, инвестиционной эффективности в российских компаниях, акционерами которых являются члены Ассоциации. АПИ работает над повышением прозрачности и повышением привлекательности российских компаний.¹⁸

К примеру, при поддержке АПИ инвесторы ежегодно номинируют и избирают 30-40 независимых директоров в 20-25 компаний, таких как Аэрофлот, АЛРОСА, Московская биржа и Магнит. Члены АПИ получают дополнительные преимущества благодаря консолидации голосов, мнений, ресурсов при общении с компаниями, регулятором и представителями мажоритариев.

Также, как сказано выше, российские профинвесторы мало влияют на российские компании, так как не обладают большими долями акций и корпоративных облигаций. Из общего объема обязательных резервов (3,7 трлн рублей) в негосударственные пенсионные фонды, 2,5 трлн инвестированы в облигации, и всего 370 млрд (10% всего объема) в акции, остальное в депозиты и иные виды активов. Суммарная капитализация всего российского рынка акций оценивается в 35,9 трлн рублей. Новые отчисления в НПФ заморожены до 2019 года, что ограничивает потенциал, оставляя лишь возможность органического роста.

Тем не менее, в России происходит бум индивидуальных инвестиций. Количество ИИС на Московской бирже в ноябре 2018 года достигло 502,000, против 302,000 в конце 2017 г., 195,200 в конце 2016 г. и 88,900 по данным на конец 2015 г.

В настоящий момент в России отсутствуют кодекс ответственного инвестирования и рекомендации по ответственному участию акционеров. Наличие кодекса или общепринятых рекомендаций будет наверняка поддержано мировым инвестиционным сообществом, однако необходима достаточная убежденность в том, что данные меры будут эффективны, поддержаны регуляторно и будут сопровождаться иными мерами, которые способствовали бы установлению основ устойчивого и эффективного ответственного инвестирования и ответственного участия акционеров в России. С этой целью крайне важно, чтобы АПИ и ее ведущие члены совместно с крупнейшими эмитентами Московской биржи не только признали пользу ОИ и ответственного участия, но и доказали своими действиями приверженность этим принципам.

Также необходимо тщательно продумать подход к применению российского Кодекса ответственного инвестирования, особенно если это «соблюдай или объясняй», как в британском и многих других кодексах. В этой связи нужно отметить, что применение британского КОИ основано на положениях «Правил ведения бизнеса» (Conduct of Business Rules) Управления по финансовому регулированию и надзору (FCA), главного регулятора деятельности по управлению активами в Великобритании.

¹⁶ Сайт Ассоциации профессиональных инвесторов: <http://API-russia.org>

¹⁷ Там же

¹⁸ Там же

РЕКОМЕНДАЦИИ

Внедрение принципов ответственного инвестирования и участия акционеров в управлении компанией уже не являются в мировой практике рынков капитала «дополнительным» инструментом. Принципы ответственного инвестирования принимаются и широко интегрируются в повседневные практики всех участников инвестиционного процесса.

Полученная от внедрения принципов выгода станет залогом устойчивого благосостояния акционеров, заинтересованных лиц и, в конечном итоге, общества в целом.

С учетом сложившихся стереотипов, преобладания предприятий под контролем государства, сомнений в успешной реализации принципов, а также ввиду иных культурных особенностей, международное инвестиционное сообщество может со скептицизмом отнестись к тому, способен ли российский КОИ достичь заявленных целей. Оправдан подобный скептицизм или нет – успешное воплощение в жизнь духа и буквы российского Кодекса ответственного инвестирования зависит исключительно от усилий Москвы как международного финансового центра, от вклада Банка России, Московской биржи и всех, кто инвестирует в ценные бумаги.

В соответствии с вышесказанным, мы предлагаем следующие шаги по поступательному развитию и поддержке внедрения российского Кодекса ответственного инвестирования и сопутствующих Рекомендаций по ответственному участию акционеров.

Рекомендация первая

Необходимо организовать координационную группу высокого уровня. Основной задачей данной группы является надзор за выполнением мероприятий по обеспечению надежного и последовательного подхода по внедрению принципов ответственного инвестирования на рынках капитала в России. Суть подхода выражается в последовательном развитии, внедрении и применении российского Кодекса ответственного инвестирования и сопутствующих Рекомендаций по ответственному участию акционеров в отношении ценных бумаг котировальных списков Московской биржи.

Сопредседателями Координационной группы будут представители руководящего звена Банка России и АПИ, а в состав группы войдут представители обеих организаций, в том числе российские и зарубежные инвесторы, эмитенты ценных бумаг, обращающихся на Московской Бирже, а также представители самой биржи.

Рекомендация вторая

Необходимо организовать рабочую группу, действующую в подчинении у координационной группы. Задачей группы является разработка и поддержание российского Кодекса ответственного инвестирования и Рекомендаций по ответственному участию акционеров в отношении компаний, имеющих листинг на Московской бирже. Сопредседателями рабочей группы будут представители Банка России и АПИ, также входящие в Координационную группу, что позволит обеспечить связь между группами. В сферу компетенции рабочей группы входит разработка проектов:

- Поправок в законы и нормативные акты Российской Федерации в части эффективного ОИ и участия акционеров.
- Предложений по регулярному внесению поправок в российский КОИ и Рекомендации по ответственному участию акционеров.
- Мер по вовлечению инвесторов в облигации в процесс внедрения российского Кодекса ответственного инвестирования и Рекомендаций по ответственному участию акционеров.
- Предложений по созданию обучающих программ для инвесторов и эмитентов по

соответствию критериям ESG (окружающая среда, социальная политика, корпоративное управление) с целью повышения их квалификации.

Необходимо подчеркнуть, что поскольку предполагается согласованное действие положений российского Кодекса ответственного инвестирования и Рекомендаций по ответственному участию акционеров и российского Кодекса корпоративного управления, координационная и рабочая группы должны обеспечить соответствие положений Кодекса и Рекомендаций по всем аспектам.

Рекомендация третья

Банк России в качестве акционера, Российский фонд прямых инвестиций, УК «Сбербанк Управление Активами» и другие крупные инвесторы в компаниях, чьи ценные бумаги обращаются на Московской бирже, должны вовлекаться в подписание российского Кодекса ответственного инвестирования и поддержку Рекомендаций по ответственному участию акционеров.

Рекомендация четвертая

АПИ, при согласовании с Банком России, должен заострять внимание общественности на примерах надлежащего внедрения принципов ответственного инвестирования и ответственного участия акционеров с целью повысить интерес инвесторов и эмитентов, а также создать негласный стандарт успешного применения положений.

Рекомендация пятая

В рамках действующей инициативы по созданию устойчивого и привлекательного инвестиционного климата на российских рынках капитала для отечественных и зарубежных корпоративных и частных инвесторов, Банк России должен выступить спонсором постоянной серии круглых столов или конференций – один-два раза в год – с целью исследования возможностей лучшего внедрения принципов ответственного инвестирования и ответственного участия акционеров в России. К участию в круглых столах или конференциях должны приглашаться ученые, представители регуляторов, эмитентов, отечественные и зарубежные инвесторы.

РЕЗЮМЕ

Все участники процесса «Москва как международный финансовый центр», Банк России, Московская биржа при участии АПИ, имеют возможность укрепить позиции российских рынков капитала, повысить их привлекательность и конкурентоспособность путем внедрения принципов ответственного инвестирования и ответственного участия акционеров.

С этой целью необходимо рассмотреть возможность принятия и поддержки рекомендаций, изложенных в настоящем докладе, и надлежащим образом контролировать процесс разработки и внедрения как российского Кодекса ответственного инвестирования, так и Рекомендаций по ответственному участию акционеров, имеющих ценность для российского рынка.

Особенно важно обеспечить поступательность и соразмерность подхода к внедрению принципов, а также его надежность на всех этапах без исключения в глазах международного инвестиционного сообщества. Рабочий процесс должен поддерживаться программой стратегических коммуникаций для обеспечения эффективного, справедливого и сбалансированного обмена информацией и присутствия в информационном поле для всех желающих принять прямое или косвенное участие в создании устойчивого успеха российских рынков капитала.

БЛАГОДАРНОСТИ

Александр Волошин, председатель правления АЦ «Форум»

Гари Кампкин, управляющий директор по внешним связям и стратегии TheCityUK

Александр Шевчук, исполнительный директор Ассоциации профессиональных инвесторов

Банк России

АВТОР

Гай Джабб, почетный профессор школы бизнеса Университета Эдинбурга, председатель Европейского института корпоративного управления

РОССИЙСКО-БРИТАНСКАЯ РАБОЧАЯ ГРУППА ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ

Сопредседатели: Банк России, TheCityUK

ACCA / API / Ashurst LLP / Branan Legal / CFA Institute / Citi / Deloitte / EY / Andrey Gaidamaka / Hogan Lovells International LLP / AC Forum / HSBC / ICAEW / KPMG / Law Society of England and Wales / LSE Group / Moscow Exchange / NAUFOR / Osborne Clarke LLP / Pinsent Masons LLP / Prosperity Capital Management / PWC / Sberbank