



КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — ПАНАЦЕЯ ОТ НЕСОВМЕСТИМОСТИ

Эдди Астанин
заместитель директора НДЦ

Александр Иконников
партнер Board Solutions,
Председатель Наблюдательного
совета Ассоциации независимых
директоров

Ольга Ринк
директор по связям с обществен-
ностью НДЦ

Пропагандируя соблюдение высоких стандартов корпоративного управления¹ среди эмитентов акций, биржи, их расчетные депозитарии и клиринговые организации обнаружили, что стоит начать с себя. «Кодекс корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций» на фондовом рынке (CODE OF CONDUCT FOR CLEARING AND SETTLEMENT), согласованный рядом европейских ассоциаций в ноябре 2006 г., стал именно тем инструментом, который призван объединить и унифицировать весьма технологичную сферу — инфраструктуру финансового рынка Европейского союза. Этот инновационный для инфраструктуры опыт успешно внедряется и в российских финансовых структурах.

О корпоративном управлении написано достаточно много. Если кратко, то суть состоит в том, что для эмитентов, акции и облигации которых являются ликвидными или привлекательными для инвесторов и прошли листинг на российских или зарубежных биржах, требования по информационной прозрачности, наличию независимых директоров и комитетов при Совете директоров, где формируются «рыночные» мнения, являются обязательными. Это дает дополнительные гарантии предоставления равных прав для всех групп владельцев и защиты прав миноритарных акционеров.

Биржи, расчетные депозитарии, клиринговые организации и другие институты, которые обеспечивают функциони-

вание рыночных механизмов в экономике и финансовой сфере, являются по определению организациями национального масштаба. Они регулируются локальным законодательством, призваны соответствовать интересам конкретного государства. То есть в эпоху тотальной глобализации, когда рынки капитала становятся интернациональными, инфраструктурные компании глобализации подвергаются плохо, или, как минимум специфически. Например, Центральный депозитарий² России стать центральным депозитарием Великобритании (или наоборот) вряд ли сможет.

Кроме того, акции самих российских инфраструктурных компаний, в отличие от многих зарубежных аналогов, на органи-

зационных рынках пока не торгуются. Поэтому под требования листинга — главного фактора, влияющего на развитие корпоративного управления, они пока не попадают.

Но при этом инвестиционное сообщество с устоявшимся менталитетом и ориентиром на *good governance practice*³ является основным потребителем услуг инфраструктуры фондового рынка. Это раз. И обеспечить совместимость рынков разных стран они должны: к примеру, чтобы дать возможность иностранному фонду купить акции при IPO российского предприятия или нашему инвестору — приобрести бумаги зарубежного эмитента. Это два. Кроме того, у рыночных институтов есть свои владельцы, которые хотят равных прав,

¹ Corporate governance concerns «the structure of rights and responsibilities among the parties with a stake in the firm». Aoki, 2001.

² Депозитарии — это организации, в которых хранятся ценные бумаги, аналогично тому, как в банках хранятся денежные средства. Соответственно, Центральный депозитарий — ключевая учетная структура рынка ценных бумаг страны.

³ Хорошая практика корпоративного управления.

прозрачности, «рыночности» — словом, всего того, что подразумевает практика корпоративного управления. И что является весьма актуальным в период внутренней консолидации. Это три.

КОНСОЛИДАЦИЯ И ВНУТРЕННЯЯ КОНКУРЕНЦИЯ

Кто является основными бенефициарами финансовой системы и инфраструктурных организаций и каковы их цели?

Эмитенты, которые привлекают денежные средства через размещения акций, долговых инструментов.

Посредники (банки и инвестиционные компании) и регистраторы, бизнес которых связан с услугами на фондовом рынке.

Частные и институциональные инвесторы, которые хотят *return on capital employed* — возврата на вложенный капитал.

Государственные структуры/регуляторы, призванные контролировать и стабилизировать экономическую ситуацию в стране, которые в том числе и сами являются крупными эмитентами.

И какими бы разными ни были интересы пользователей, все стороны думают об участии в работе органов управления и принятии решений, о стратегии развития и тарифах, и, наконец, немаловажно, кто получит доход от работы практически монопольных структур, обеспечивающих функционирование рынков.

Одновременно при обсуждении интеграции и консолидации инфраструктурных организаций возникает много вопросов о приемлемых для акционеров и пользователей (участников рынка) моделях управления.

В России, например, сейчас существуют две основные вертикально интегрированные группы — ММВБ и РТС, в каждую из которых входят фондовая биржа, расчетный депозитарий, клиринговый центр, расчетная палата (НКО) и некоторые другие сервисные организации. Несмотря на присутствие внутренней конкуренции в отдельных сегментах рынка ценных бумаг, работает естественный закон: «ликвидность притягивает ликвидность». Объемы по российским ценным бумагам все более концентрируются в Группе ММВБ, ставшей крупнейшей биржей Центральной и Восточной Европы. Доля ФБ ММВБ составила около 70 % от всего оборота торгов акциями, *ADR* и *GDR* российских эмитентов. НДС с долей на рынке 56 %⁴ является крупнейшим российским расчетным депозитарием по объему хранимых активов.

Еще один важный вопрос в контексте управления — модель управления. Среди возможных подходов — дилеммы между *user-owned* (принадлежащая пользователям) и *user-governed* (в управлении которой активное участие принимают пользователи), *control-based* (целью которой является влияние контрольного акционера) и *market-based* (ориентированная на потребности рынка).

Есть также различные подходы к регулированию деятельности центральных депозитариев, которые позволяют учиты-

тах уделяется интересам пользователей. Системы обслуживания ценных бумаг несут ответственность, и **прежде всего перед своими пользователями** и другими лицами, чьи интересы затрагивает деятельность систем. Они должны обеспечить эффективную и недорогую обработку транзакций. Цены за предоставляемые услуги должны устанавливаться на справедливой основе.

Механизмы управления должны быть: четко сформулированы, последовательны, понятны и полностью прозрачны. Цент-

В случае использования модели «user-owned/user-governed» необходим механизм, который будет приводить в соответствие доли собственности с интенсивностью использования системы.

вать интересы регулятора фондового рынка, Центрального банка (банковского регулятора) и Министерства финансов. (см. таблицу). Кроме того, ряд крупнейших центральных депозитариев мира по-прежнему работают в форме некоммерческих организаций.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕПОЗИТАРИЕВ В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Регуляторы и участники рынка уделяют особое внимание вопросам качества корпоративного управления в инфраструктурных организациях фондового рынка. В их рекомендациях не приводятся конкретные модели, которых должны придерживаться центральные депозитарии (так, не дается предпочтение «*user-owned/ user-governed*» модели по сравнению с коммерческой организацией). Однако отмечается, что в случае использования модели «*user-owned/user-governed*» необходим механизм, который будет приводить в соответствие доли собственности с интенсивностью использования системы.

Многие требования к системе корпоративного управления являются общими для любых депозитариев вне зависимости от того, какой модели управления он придерживается, в частности, какая у него структура и форма собственности. Особое внимание в международных стандар-

ральным органом корпоративного управления признается Совет директоров. Должно быть обеспечено назначение в состав Совета директоров людей, имеющих достаточный и соответствующий опыт. Члены Совета директоров провайдеров услуг клиринга и расчетов по ценным бумагам должны индивидуально и коллективно обладать необходимыми качествами, выражающимися в опыте и профессиональных знаниях, чтобы справляться с повышенной ответственностью по надзору за управлением рисками, стратегическим и оперативным управлением. Совет директоров должен принимать во внимание интересы всех заинтересованных сторон, при этом каждый директор несет фидуциарную ответственность.

Советы, подобно другим коллективным органам управления, для исполнения своих целей должны действовать как единый орган. Но при этом они состоят из отдельных личностей, каждая из которых привносит свою уникальную точку зрения, опыт и различный набор профессиональных качеств. Кроме того, от того, как отдельные члены взаимодействуют друг с другом, эффективность работы может оказаться как продуктивной, так и разрушительной для функционирования депозитария.

Должны иметься один или более независимых комитетов, таких как Комитет по аудиту, которые будут состоять из большинства независимых директоров. В каждой стране имеются свои критерии неза-



⁴ По данным ПАРТАД за III кв. 2006 г.



висимости директора. В российской практике они приведены в Кодексе корпоративного поведения и Правилах листинга бирж. Вместе с тем существуют общие требования. В частности, независимость директоров оценивается по их отношению к контролирующим акционерам и менеджменту. Учитывая особую значимость эффективного функционирования центральных систем расчетов по ценным бумагам и центральных контрагентов, должно быть обеспечено также достаточное количество директоров, независимых и от пользователей, и от миноритарных акционеров.

В международной инфраструктуре уже сложилась определенная практика формирования Советов. Например, Совет директоров *Euroclear plc* и *Euroclear SA/NV* состоит из 26 членов неисполнительных директоров, из которых 3 являются независимыми директорами.

Менеджмент должен обладать стимулами и навыками, необходимыми для достижения целей, и быть полностью подотчетным Совету директоров за результаты деятельности.

Огромное внимание в международных стандартах уделяется прозрачности.

Центральные депозитарии должны обеспечивать участников рынка достаточным количеством информации, чтобы они могли определить и точно оценить риски и расходы, связанные с услугами клиринга и расчетов по ценным бумагам.

Центральные депозитарии, помимо рекомендаций международных организаций и лучшей практики, руководствуются стандартами корпоративного управления, которые были выработаны в той или иной стране. В американской практике ключевым документом, регулирующим деятельность компании в области корпоративного управления, является закон Сарбейнса—Оксли. Он обязывает публичные компании иметь комитет по аудиту, комитет по вознаграждениям и комитет по корпоративному управлению, а также независимую от менеджмента службу внутреннего аудита и большинство независимых директоров в Совете. В Великобритании базовым документом является «Объединенный кодекс», который носит рекомендательный характер. В российских компаниях используется Кодекс корпоративного поведения ФCFP России, который можно отнести к наиболее детально прописанным образцам рыночной практики.

Так или иначе, инфраструктура следует интересам пользователей рынка и одновременно является проводником интересов государства. Поэтому идеальная модель управления инфраструктурой должна учитывать обе эти необходимости.

ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Несмотря на то что российский рынок пока уступает Бразилии, Китаю и Индии по количеству инвесторов (на начало мая 2007 г. в России их было 330–500 тыс., по оценкам ФБ ММВБ и НАУФОР, в сравнении с миллионами инвесторов в каждой из прочих стран *BRIC*), согласно статистическим опросам ВЦИОМ, уже около 10 млн россиян готовы инвестировать в ценные бумаги⁵.

Необходимость концентрации ликвидности для удобства эмитентов и инвесторов вынуждает пользователей делать выбор. Между площадками внутри, между внутренним рынком и внешним. В 2006–2007 гг. успешные *IPO* Роснефти, Сбер-

⁵ Сальвадор Д. Народное IPO Роснефти, социологический мониторинг массового размещения акций. ВЦИОМ, 2006.

CSD REGULATION MODELS. SOURCE: THOMAS MURRAY, 2007

	CBLC	CDSL	Clearstream Banking AG	CRESTCo	DTC	Euroclear Bank	Euroclear Belgium	Euroclear France	Euroclear Nederland	Iberclear
	Brazil	India	Germany	United Kingdom	USA	Belgium	Belgium	France	The Netherlands	Spain
Is the depository regulated?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
If yes, by whom?										
Government Department:	—	—	—	—	—	—	—	—	Yes	—
Central Bank	Yes	—	—	—	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Banking Regulator	—	—	Yes	—	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Securities/ Financial Services Regulator	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	—	Yes	Yes	Yes	Yes
Regulator	CBLC (SRO), Brazilian Securities and Exchange Commission (CMV) and the BACEN	Securities and Exchange Board India (SEBI)	Federal Financial Supervisory Authority (BaFIN)	Financial Services Authority	SEC, FED and the NY State Banking Department	National Bank of Belgium, CBFA (Banking Finance and Insurance Commission)	National Bank of Belgium and by the CBFA (Banking Finance and Insurance Commission)	AMF(Autorite des Marches Financiers) and CBFA (Commission Bancaire, Financiere et des Assurance belge)	Ministry of Finance, Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), the Dutch Central Bank	Comison Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.), Bank of Spain
Is the CSD a not- for profit organi- sation?	No	No	No	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes

банка, ВТБ и других эмитентов мирового уровня окончательно развеяли миф о недостатке денег/ликвидности в России. Пришло время поднимать привлекательность размещений в России, а значит и конкурентоспособность инфраструктуры в части технологий и нормативной базы, корпоративного управления. Присутствие альтернативы за рубежом стимулирует отечественных игроков не только наращивать сервис для клиентов, но и консолидировать усилия, повышать прозрачность ради привлекательности. А объединение — это всегда вопрос системы управления и баланса интересов.

СЕРВИСЫ И ТАРИФЫ

Поэтому по мере возрастания глобальной конкуренции учетная инфраструктура разных рынков все больше наращивает функционал, унифицирует услуги, гармонизирует рыночную практику и нормативную базу и поэтому является одним из факторов конкурентоспособности рынка страны в целом.

Интеграционные процессы на европейском пространстве привели к пониманию необходимости повысить информа-

В российских компаниях используется Кодекс корпоративного поведения ФСФР России, который можно отнести к наиболее детально прописанным образцам рыночной практики.

ционную прозрачность расчетных депозитарных структур с целью корректного согласования трансграничных услуг, их структуры тарифов и, соответственно, бизнес-планирования и перевыставления расходов за операции.

И Кодекс корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*⁶), согласованный Европейской ассоциацией центральных депозитариев (*The European Central Securities Depositories Association, ECSDA*), Федерацией европейских фондовых бирж (*The Federation of European Securities Exchanges, FESE*) и Европейской ассоциацией центральных клиринговых органи-

заций (*The European Association of Central Counterparty Clearing Houses, EACH*) в ноябре 2006 г., стал именно тем инструментом, который призван объединить и унифицировать весьма технологичную сферу — инфраструктуру финансового рынка Европейского союза. Рекомендации Кодекса корпоративного поведения для клиринговых и расчетных организаций накладывают дополнительные обязательства на центральные депозитарии и другие инфраструктурные организации по информационной прозрачности, а также взаимодействию с «коллегами по цеху», в том числе и из других стран.

Интересно, что по признанию разработчиков проекта, Кодекс корпоративного

⁶ https://www.ecsda.com/portal/code_of_conduct_for_c_s/

JASDEC	Monte Titoli	NSDL	OeKB/CCP.A	RBI	SD&C Shanghai Branch	SD&C Shenzhen Branch	SIS	STRATE	VPC	VPS
Japan	Italy	India	Austria	India	China	China	Switzerland	South Africa	Sweden	Norway
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
If yes, by whom?										
Yes	Yes	—	—	—	—	—	—	—	—	Yes
—	Yes	—	—	Yes	—	—	Yes	—	—	—
—	—	—	Yes	—	—	—	Yes	—	—	—
Yes	Yes	Yes	Yes	—	Yes	Yes	—	Yes	Yes	Yes
Financial Services Agency, Ministry of Finance, Ministry of Justice	CONSOB, Banca d'Italia, Italian Treasury	Securities and Exchange Board of India (SEBI)	Financial Market Authority	RBI (SRO)	CSDCC (SRO), China Securities Regulatory Commission (CSRC)	CSDCC (SRO), China Securities Regulatory Commission (CSRC)	Swiss Federal Banking Commission, Swiss National Bank	STRATE (SRO), Financial Services Board (FSB)	VPC (SRO), The Swedish Financial Supervisory Authority	Royal Ministry of Finance and Financial Supervisory Authority
Yes	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No





поведения оказался сегодня единственным средством, который позволяет унифицировать рыночную практику и эффективно решить массу бизнес-задач.

СКАЖИТЕ МНЕ, КАКОЕ У ВАС «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»...

Инновационный для отечественной инфраструктуры опыт успешно внедряется и в НДЦ. Помните избитое: скажите мне, что вы называете словом «марке-

ного развития Партнерства и повышения доверия к нему со стороны участников рынка.

Исследования базировались на общепринятых в международной практике стандартах оценки Советов директоров и методов работы *Board Solutions*. В рамках исследования было проведено интервьюирование ряда членов Совета директоров и членов комитетов, а также менеджмента НДЦ. Были проанализированы существующие внутренние документы НДЦ с целью оценки их соответствия лучшей практике

циям и вознаграждениям, по стратегии и инвестиционной политике), совершенствование организационных механизмов подбора членов внешних комитетов и порядка влияния решений комитетов на деятельность НДЦ и другие мероприятия, отраженные в рекомендациях консультантов.

Помимо вышеизложенного, принято решение о введении в состав Совета директоров, формируемого в 2007 г., независимого директора. Расширяется состав Партнерства, и в мае Общее собрание членов Партнерства приняло Банк внешнеэкономической деятельности СССР (Внешэкономбанк) в состав НДЦ. Взгляды и планы НДЦ по совершенствованию собственного корпоративного управления проецируются и на компании, акционерами которых является НДЦ. Так, НДЦ предложил акционерам ЗАО ДКК внести изменения в Устав компании, предполагающие отнесение к компетенции Совета директоров вопросы утверждения бюджета и тарифной политики.

Одним из приоритетов в работе НДЦ является разработка и внедрение соответствующих правил и процедур деятельности менеджмента, Совета директоров и акционеров. Результатом реализации проводимых мероприятий станет повышение качества и эффективности управления НДЦ. Сотрудникам и директорам предстоит работать по новым правилам с тем, чтобы выигрывать в конкурентной борьбе за более высокое качество услуг, их доступность и надежность на российском и международном рынках. ■

32 В соответствии с решением Совета директоров НДЦ от 5 сентября 2006 г. компанией ЗАО «Board Solutions» было проведено исследование качества корпоративного управления НДЦ.

тинг», и я скажу, какой у вас «маркетинг». Так и тут. Скажите мне, что вы называете «корпоративным управлением», и я скажу вам какое у вас «корпоративное управление».

Вопрос совершенствования корпоративного управления НДЦ приобрел особую актуальность в связи с усилением конкурентной среды и приходом на российский рынок иностранных участников, для которых уровень корпоративного управления инфраструктурной организации является важным показателем при оценке рисков и принятии решения о возможности использования ее услуг. Поэтому в соответствии с решением Совета директоров НДЦ от 5 сентября 2006 г. компанией ЗАО «Board Solutions» было проведено исследование качества корпоративного управления НДЦ.

Эта работа является частью стратегического плана развития НДЦ, направленного на сохранение и усиление Партнерством лидирующей позиции на российском рынке. Такое исследование является общепринятой международной практикой, которая успешно используется ведущими компаниями и депозитариями, такими как *Euroclear*, *Clearstream* и *DTCC*. Подобные исследования позволяют получить разностороннюю картину относительно функционирования системы управления. По результатам анализа мнений и сопоставления с практикой управления в аналогичных компаниях органы управления Партнерства могут лучше понять, какие изменения целесообразно произвести для обеспечения долгосроч-

корпоративного управления и потребностям компании.

Несмотря на то что исследования завершились в марте 2007 г., некоторые из предложенных рекомендаций уже нашли отражение в текущей практике управления НДЦ. Так, Советом директоров и Общим собранием членов Партнерства в апреле и мае текущего года были рассмотрены вопросы реорганизации НДЦ из некоммерческого партнерства в акционерное общество. Актуальность этого вопроса обусловлена тем, что после 10-летнего периода развития НДЦ подошло к этапу, когда уровень противоречий между организационно-правовой формой и содержанием деятельности НДЦ достиг критической величины. Эти противоречия обусловлены действием ряда внутренних и внешних вызовов и начинают оказывать негативное влияние на стратегию развития НДЦ. В частности, организационно-правовая форма НП является сдерживающим фактором для развития группы компаний ММВБ в направлении публичной холдинговой компании с унифицированными принципами и механизмами корпоративного управления.

Планируется, что реорганизация НДЦ в хозяйственное общество напрямую будет увязана с качественным совершенствованием системы корпоративного управления НДЦ. Это предполагает, в частности, разработку Кодекса корпоративного управления, информационной политики НДЦ, создание новых профильных комитетов при Совете директоров (таких как комитет по аудиту, по номина-