

Для рынка **КОИ** рожа крива

Кодекс ответственного инвестирования (КОИ) должен вернуть институционалов за стол совета директоров компаний

ЦБ давно обеспокоен деградацией практик корпоративного управления: иностранные инвесторы ушли, прозрачность компаний снизилась, а независимые директора превратились в формальность. Опубликованный недавно Кодекс ответственного инвестирования институциональных инвесторов, по мнению регулятора, призван компенсировать этот вакуум и вовлечь российских участников рынка в активный диалог с эмитентами. В документе заложена база для репутационного давления. Но сами институционалы пока видят лишь дополнительные обязанности при весьма туманной пользе

Текст

СВЕТЛАНА ОРЛОВА,
ОБОЗРЕВАТЕЛЬ «**Б.О.**»



В середине июля Банк России сообщил, что разработал для институциональных инвесторов — банков, страховых компаний (СК), управляющих компаний (УК), негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и других —

Кодекс ответственного инвестирования (КОИ, далее также Кодекс), предложив им «придерживаться ряда принципов, которые позволят увеличить доходность инвестиций не только за счет эффективного управления портфелем ценных бумаг, но и «благодаря активному взаимодействию с эмитентами».

По мнению ЦБ, соблюдение принципов Кодекса «будет способствовать развитию рынка акционерного капитала и увеличению капитализации российского фондового рынка», то есть решению задачи, которую в начале 2024 года поставил президент России, — утроение в абсолютных значениях капитализации отечественного фондового рынка к 2030 году («Б.О» в № 2 за 2025 год писал подробно об этом поручении в статье «Не сразу все утроилось»). «[Российские] ин-

ституциональные инвесторы сейчас мало вовлечены в корпоративное управление акционерных обществ», — посоветовал в пресс-релизе регулятор. И Кодекс, по мысли ЦБ, должен способствовать решению этого вопроса.

Корпуправление ушло в отпуск

На то, что после 2022 года произошло ухудшение практик корпоративного управления, топ-менеджеры регулятора и представители Московской биржи жаловались давно и не раз. В частности, о том, что доверие инвестора (а значит, и его деньги) можно вернуть, в том числе за счет восстановления утраченных позиций в корпуправлении публичных обществ, рассказывал на июльском Финансовом конгрессе Банка России первый заместитель председателя ЦБ **Владимир Чистюхин**. «Так получилось, что те западные инвесторы, которые к нам приходили и были главными драйверами наилучших практик корпоративного управления, их сегодня [на российском рынке] нет... Встал вопрос, как защищать миноритарных акционеров, кто будет обеспечивать все эти правила, процедуры. Мы видим, что, к сожалению, сами «корпораты» — не всегда, но в ряде случаев — быстро стали отказываться от того, что в этой области было достигнуто», — объяснял он проблему и предложил решение — «мягкое регулирование», впрочем, не исключая действий «на уровне законодательных нормативных актов».

Председатель наблюдательного совета Мосбиржи и бывший первый зампред ЦБ **Сергей Швецов** неоднократно говорил, что одной из причин глубокого «российского дисконта» в стоимости акций (то есть того факта, что бумаги отечественных компаний стоят меньше, чем у их зарубежных аналогов), является как раз ухудшившаяся ситуация с корпоративным управлением. Сокращение этого дисконта, по его мнению, могло бы дать 54–55 трлн рублей капитализации российского фондового рынка.

«Российский феномен сегодня — это то, что акционерный активизм, который поддерживает стимулы правильного роста и поведения компаний, остался за границей... Вот это меня беспокоит... Насколько ему (рынку. — «Б.О») хватит инерции... в отсутствие акционерного активизма придерживаться правильных практик корпоративного управления и продолжать защищать интересы миноритарного акционера?» — задавался годом ранее в интервью Frank Media вопросом экс-топ-менеджер Банка России.

Взгляд изнутри

Проблему в деградации практик корпоративного управления видят не только регулятор, но и участники фондового рынка. Действительно, «санкции, уход значительной части иностранных инвесторов, сокращение свободного обращения акций и послабления в регулировании ослабили рыночные механизмы контроля», признает гендиректор УК «Инсайт Кэпитал» **Олег Седляр**. Иностранные инвесторы «были изначально главными идеологами высокой культуры корпоративного управления, согласился с коллегами руководитель направления по взаимодействию с государственными органами УК «Альфа-Капитал» **Николай Швайковский**: «Они настаивали на наличии независимых директоров в советах директоров эмитентов, требовали прозрачной отчетности и соблюдения прав миноритариев». После того как рынок



замкнулся в себе, «этот “внешний контролер” исчез, и у некоторых компаний возник соблазн “расслабиться”».

Кроме того, «после 2022 года многие компании переключились с долгосрочных стратегий, нацеленных на рост акционерной стоимости, на решение оперативных задач», и в этих реалиях интересы миноритарных акционеров «отошли на второй план», объяснил эксперт. Была подзабыта тема независимых директоров — этот вопрос, первоначально продвигаемый, постепенно формализовался, а он имеет крайне важное значение для развития публичных компаний, добавил председатель правления Ассоциации российских банков (АРБ) **Олег Скворцов**.

Наконец, различные моратории на раскрытие эмитентами той или иной чувствительной информации, введенные для защиты от санкций, имели побочный эффект в виде общего снижения прозрачности, заключил Николай Швайковский. «Инвесторы, в том числе “институционалы”, зачастую перестали видеть полную картину, что усложнило принятие инвестиционных решений», — сокрушался он.

Инвесторы без мандата

Российские институциональные инвесторы — владельцы пакетов акций — пока не справляются с ролью проводника лучших практик корпоративного управления, и отчасти это не их вина, поскольку влияние у них не столь значительное, полагает директор департамента по работе с эмитентами Мосбиржи **Наталья Логинова**. «Чтобы участвовать в формировании стратегии компании и влиять на решения совета директоров, необходимо обладать значительной долей в капитале. На практике лишь немногие банки и пенсионные фонды обладают значимыми пакетами акций российских компаний», — объяснила она.

Однако есть причина их пассивности. У отечественных «институционалов», по ее словам, присутствует «ориентация на получение дохода в краткосрочной перспективе», а значит, нет «стремления содействовать формированию долгосрочной стоимости эмитента». «На российском рынке чаще присутствуют высокая волатильность и повышенная неопределенность, а это отвлекает внимание инвесторов от вопросов корпоративного управления, чаша весов перевешивается в сторону финансовых показателей компании», — считает директор департамента правового обеспечения и корпоративного регулирования «МБ Рус Банка» **Константин Артюх**.

С этими тезисами солидарен и управляющий партнер МКА «Николаев и партнеры» **Юрий Николаев**. Кроме того, по его словам,

«в России институциональные инвесторы часто аффилированы с эмитентами или государством и зависят от административных решений». «Определенная часть компаний контролируется основными акционерами или их семьями, что может ограничивать возможности “институционалов” оказывать влияние на управление», — пояснил Константин Артюх.

Также он полагает, что у российских крупных инвесторов пока «не такой высокий уровень культуры управления», поскольку институт корпоративного управления стал внедряться в российских компаниях не так давно. «Необходимо учитывать и особенности национального восприятия “собственности” — вложений. Основная часть инвесторов при наличии преимущественного пакета акций не учитывает возможности наличия в акционерных обществах таких органов управления, как совет директоров, правление», — утверждает генеральный директор юрфирмы «Легикон-Право» **Оксана Попова**.

«Если говорить об индустрии коллективных инвестиций, то у УК и НПФ никогда не было четко прописанного мандата и ресурсов на ведение активной работы с эмитентами. Проще реализовать актив, чем пытаться воздействовать на компанию-эмитента», — отметил Николай Швайковский.

Кодекс на бумаге, а не на практике

В российской практике одобренный в марте 2014 года советом директоров Банка России Кодекс корпоративного управления (ККУ) считается для публичных компаний главным ориентиром в области корпоративного управления. Он носит рекомендательный характер, но ЦБ и Мосбиржа фактически сделали его стандартом: компании должны либо следовать документу, либо раскрывать, почему они от него отклоняются, то есть в отношении него действует принцип «соблюдай или объясняй» (comply or explain).

В 2020 году регулятор выпустил информационное письмо о рекомендациях по реализации принципов ответственного инвестирования, в котором, в частности, содержится пункт о «реализации [институциональным] инвестором корпоративных прав как самостоятельно, так и в сотрудничестве с другими инвесторами». Однако, как указала Наталья Логинова, этот документ ограничивался лишь общими рекомендациями. «В последние годы российский фондовый рынок изменился, а для новых условий нужны новые практики», — указала она.

По ее словам, сейчас Московская биржа фиксирует, что, хотя «многие компании по-прежнему высоко оценивают свои корпоративные практики, однако часть рекомендаций Кодекса корпоративного управления исполняется формально». За последние два года торговой площадкой «были выявлены случаи, когда корпоративное управление в компании не соответствовало уровню листинга ее бумаг». «Нарушения были выявлены в части наличия независимых директоров в составе совета директоров и комитетов совета директоров, а также в части раскрытия ключевых финансовых и балансовых показателей в отчетности. Встречаются и случаи полного игнорирования интересов миноритарных акционеров, в том числе с использованием казначейских ценных бумаг», — перечислила топ-менеджер.

«Все чаще советы директоров формируются без реального баланса интересов, уменьшается доля независимых членов, а собрания акционеров проводятся формально, без полноценного обсуждения и защиты прав миноритариев. Прозрачность в раскрытии информации падает, а стратегические решения принимаются узким кругом контролирующих лиц», — высказал похожее мнение Олег Седляр.

Согласно выпускаемому ЦБ «Обзору практики корпоративного управления в российских публичных обществах» за 2023 год (обзор за 2024 год пока еще не опубликован), который подвел итоги мониторинга 188 публичных акционерных обществ (ПАО), второй год подряд наблюдается снижение числа ПАО, акции которых входят в котировальные списки и которые выполняют более 75% принципов ККУ. В 2023 году доля таких ПАО составляла 61% против 69% в 2020 и 2021 годах.

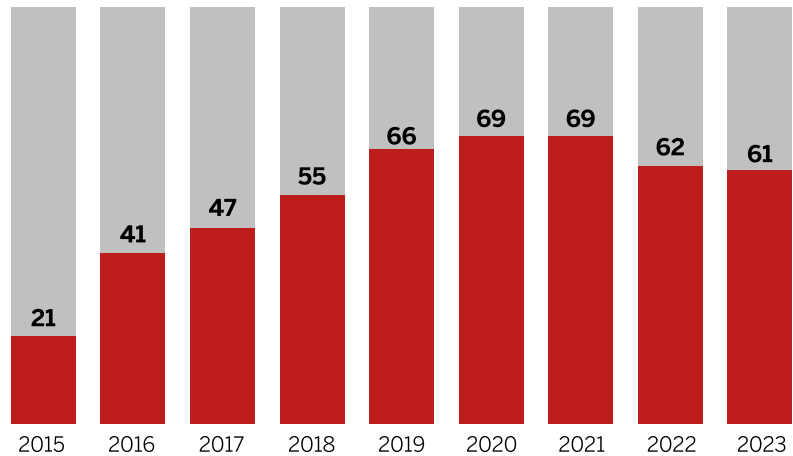
Капитализация требует кодификации

На фоне всех этих проблем с падением прозрачности в управлении ЦБ и утвердил КОИ, считает Олег Седляр. «Сейчас, скорее, такой момент, когда в условиях поручения президента о повышении капитализации российского рынка к 2030 году все госорганы стараются задействовать любой доступный инструментарий, а корпоративное управление считается одним из важных элементов, влияющих на каптализацию, на всех рынках», — добавил генеральный директор аналитической компании «Эксперт Бизнес-решения» **Павел Митрофанов**.

«Для привлечения “длинных” денег частных инвесторов и “институционалов” на фондовый рынок необходимо в том числе восстановление доверия к корпоративному управлению», — отметил Николай Швайковский. Существуют запросы и от бизнеса, и от инвесторов по улучшению корпоративного управления, «чтобы система была более эффективной и конкурентоспособной», — считает Константин Артюх. Также, по его словам, в ситуации «некоторой экономической неопределенности и нестабильности, вызванной санкциями и изменениями в глобальной экономике... крайне важно обеспечивать прозрачность и ответственность ПАО, чтобы укрепить доверие инвесторов».

«Необходимость обновленного КОИ назрела, и изменения в нем носят качественный характер», — утверждает Наталья Логинова. По ее словам, появление в Кодексе пятого принципа «Содействие повышению акционерной стоимости общества» в новых условиях выглядит закономерно: это, в частности, «подчеркивает смещение фокуса на достижение цели по росту капитализации фондового рынка». «На локальных институциональных инвесторов возлагается больше надежд и ответственности в развитии рынка, поэтому появился новый, девятый, принцип о координации действий таких инвесторов,

ДОЛЯ ПАО ИЗ КОТИРОВАЛЬНЫХ СПИСКОВ, ЗАЯВИВШИХ О СОБЛЮЖЕНИИ БОЛЕЕ 75% ПРИНЦИПОВ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, %



Источник: Банк России

что в перспективе может существенно усилить их влияние на компании-эмитенты», — считает топ-менеджер Мосбиржи.

Между рекомендациями и требованиями

Хотя формально КОИ «носит рекомендательный характер, однако для подавляющего большинства институциональных инвесторов следование его принципам становится фактически обязательным из-за репутационного давления», указала Наталья Логинова. Так, восьмой принцип рекомендует институциональному инвестору публично заявить о следовании рекомендациям КОИ и прописывает ряд рекомендаций к раскрытию информации о практиках реализации по каждому принципу ответственного инвестирования. «То есть институциональные инвесторы могут не следовать рекомендациям, но это создаст репутационные риски и даст конкурентам, соблюдающим Кодекс, преимущества», — считает она.

«Ключевая норма, способная реально изменить ситуацию, — это требование публично раскрывать свою политику голосования и ежегодно отчитываться о реальных действиях: участвовали ли в собраниях, какие вопросы поднимали, каких кандидатов поддерживали. Это повышает репутационное давление», — отметил Олег Седляр.

Все-таки КОИ остается добровольной историей, поэтому кардинальных изменений в сфере отношения российских «институционалов» ко взаимодействию с эмитентами ожидать не приходится, считает руководитель группы оценки рисков устойчивого развития АКРА **Владимир Горчаков**. «Постулаты Кодекса правильные, но насколько они применимы в реальной практике, сказать сложно», — указал Николай Швайковский. Пока, по его словам, очевидно, что присоединение к КОИ создает для УК дополнительный перечень обязанностей, при этом отсутствует понимание, какие преимущества получает УК в случае следования документу.

«Требования к корпоративному управлению нередко становятся квазиобязательными. Эта обязательность достигается через требования биржи к котировальным спискам. Я думаю, мы можем увидеть такой формат», — полагает Павел Митрофанов. Возможен и переход от рекомендательных норм к полностью обязательным, считает Оксана Попова. «Если практика покажет, что добровольное следование рекомендациям малоэффективно, регулятор может через нормативные акты сделать отдельные положения обязательными», — подтвердил Олег Седляр.

BO