

## **MARCH 2012 TECHNICAL SEMINAR**

### **Beneficial ownership and control**

(Russian translation)

Erik P.M. Vermeulen<sup>1</sup>

A previous version of this report was used as background information for the presentation made by Dr. Erik P.M. Vermeulen to participants of a technical seminar of the OECD Russia Corporate Governance Roundtable organized for March 2012 in Moscow, Russian Federation. The paper was discussed in the panel session that addressed disclosure and transparency in the listing regulations and the role of the stock exchanges.

---

<sup>1</sup> Professor of Business and Financial Law, Department of Business Law, Tilburg University, the Netherlands and Senior Counsel Corporate, Philips International B.V., The Netherlands. The views expressed in this paper are those of the author and do not represent the views of the OECD or its Member countries.

## Аннотация

# БЕНЕФИЦИАРНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ И КОНТРОЛЬ: СРАВНИТЕЛЬНОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РЕЖИМ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ И МЕХАНИЗМЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЕГО СОБЛЮДЕНИЯ

Эрик Вермёлен<sup>2</sup>

Доверие инвесторов к финансовым рынкам в значительной степени зависит от наличия адекватного и эффективного режима раскрытия информации, который обеспечивает прозрачность структур бенефициарной собственности (beneficial ownership) и контроля в публичных компаниях. Особенно это актуально в тех случаях, когда для модели корпоративного управления характерна высокая концентрация собственности. С одной стороны, наличие крупных акционеров может способствовать долговременному росту и высокой эффективности фирмы. С другой же стороны, контролирующие бенефициарные собственники, владеющие крупными пакетами голосующих акций, могут быть заинтересованы в использовании корпоративных активов и возможностей для целей личной выгоды в ущерб интересам миноритарных инвесторов.

Данное исследование в основном посвящено вопросам злоупотреблений корпоративными механизмами; с точки зрения обеспечения эффективного и добросовестного корпоративного управления эта проблема является, вероятно, одной из самых трудных. Акционеры (в частности, сотрудники компании и ее кредиторы) не могут надлежащим образом осуществлять свои права, если у них нет возможности установить, кому в компании принадлежит конечное право принятия решений. Если заинтересованным сторонам и обществу в целом не известно, кто осуществляет фактический контроль над компанией и кому в действительности принадлежит право принятия решений, то под угрозой может оказаться и подотчетность совета директоров. Наконец, сведения о личности бенефициарных (т.е. фактических) собственников необходимы регулирующим и надзорным органам - им это нужно для того, чтобы установить происхождение инвестиционных потоков, не допустить отмывания денег и уклонения от уплаты налогов, а также урегулировать вопросы корпоративной ответственности.

*JEL Classification:* G30, G32, K22, K42

*Ключевые слова:* бенефициарная собственность, механизмы усиления контроля, корпоративное управление, раскрытие информации, крупные внутренние акционеры, отмывание денег, крупные внешние акционеры, частное принуждение, публичное принуждение, акционеры.

---

<sup>2</sup> Эрик Вермёлен (Erik P.M. Vermeulen) является профессором предпринимательского и финансового права Факультета предпринимательского права Тилбургского университета (Нидерланды) и старшим юридическим советником компании Philips International B.V. (Нидерланды). Мнения и суждения, изложенные в настоящем исследовании, отражают взгляды его автора и не являются официальной позицией ОЭСР и ее стран-членов. Автор сердечно благодарит за оказанную помощь Фианну Юрдант (Fianna Jurdant), а также Райнера Гейгера (Rainer Geiger) и Дэвада Хирша (David Hirsch), принимавших участие в двустороннем политическом диалоге между ОЭСР и Индонезией, который состоялся в октябре 2011 и в феврале 2012 г., за их ценные замечания и предложения. Слова особой признательности автор адресует всем тем, кто заполнил анкету. Материалы данного исследования были использованы в качестве справочного пособия при подготовке доклада «Disclosure of Beneficial Ownership and Control: Policy Options for Indonesia, OECD 2012».

## СОДЕРЖАНИЕ

I. ВВЕДЕНИЕ .....	4
1.1 Проблемы для регулирующих и директивных органов.....	5
II. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СТРУКТУРЕ КОНТРОЛЯ И О ЛИЧНОСТИ БЕНЕФИЦИАРНЫХ СОБСТВЕННИКОВ .....	19
2.1 Сравнительный обзор.....	24
2.2 Основные выводы и ключевые идеи .....	31
III. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СХЕМАХ И МЕХАНИЗМАХ УСИЛЕНИЯ КОНТРОЛЯ .....	35
3.1 Сравнительный обзор.....	36
3.2 Основные выводы и ключевые идеи .....	38
IV. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О БЕНЕФИЦИАРНЫХ СОБСТВЕННИКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБРАЗОВАНИЙ .....	41
4.1 Корпоративные механизмы и создаваемый ими потенциал для злоупотреблений.....	42
4.2 Борьба с незаконным использованием корпоративных механизмов в Европе .....	45
4.3 Сравнительный обзор.....	48
4.4 Основные выводы и ключевые идеи .....	49
V. МЕХАНИЗМЫ ПРИНУЖДЕНИЯ И МЕРЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ .....	55
5.1 Сравнительный обзор.....	57
5.2 Основные выводы и ключевые идеи .....	61
VI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	63
ПРИЛОЖЕНИЕ АНКЕТА ПЕРВЫЙ ШАГ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ: РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СОБСТВЕННОСТИ И КОНТРОЛЕ .....	70
Анкета.....	70
Система и практика нормативно-правового регулирования .....	71
Механизмы принуждения.....	73

## I. ВВЕДЕНИЕ

Данное исследование выполнено по заказу индонезийского Агентства по надзору за деятельностью финансовых учреждений и рынков капитала (Варерам-ЛК) в рамках начатого 5 октября 2011 г. в Бали двустороннего диалога между Индонезией и ОЭСР по вопросам политики в области раскрытия информации о бенефициарной собственности и контроле над компаниями.<sup>3</sup> Исследование проводилось в целях оказания помощи регулирующим органам и лицам, ответственным за проведение экономической политики, в их усилиях по укреплению режима раскрытия информации о бенефициарной собственности и контроле и механизмов обеспечения его соблюдения в рамках деятельности по совершенствованию стандартов и методов корпоративного управления в Индонезии. Исследование должно послужить в качестве подспорья при проведении сравнительного анализа процедур раскрытия информации о бенефициарной собственности в других юрисдикциях, а также для описания выгод, издержек и практической целесообразности различных подходов к этой проблеме.

Корпоративное управление является важным фактором, оказывающим влияние на эффективность предприятий и рынков. Эффективная и рациональная инфраструктура корпоративного управления способствует доверию инвесторов и помогает фирмам удовлетворить их ожидания. Кроме того, она помогает регулирующим органам успешно решать системные вопросы, а всем заинтересованным сторонам – надлежащим образом выполнять свою роль в компаниях. Жидется такая инфраструктура на подотчетности и добросовестности советов директоров корпораций. Последний финансовый кризис эти вопросы выветил особенно ярко, а из уст представителей правительственных структур и других заинтересованных сторон вновь раздались стенания по поводу отсутствия такой инфраструктуры корпоративного управления, которая бы должным образом защищала интересы акционеров и других участников публичных компаний.<sup>4</sup> Четких и простых решений в случае (потенциальных) конфликтов в публичных компаниях, обусловленных концентрированной структурой собственности, зачастую не существует. Концентрация собственности, т.е. наличие крупных акционеров, всегда была господствующей формой организационной структуры корпораций, и при наличии соответствующих правил корпоративного управления ничего противозаконного в этом нет. Иными словами, надо сделать так, чтобы структура корпоративного контроля была прозрачной, потому что мириться с наличием скрытых рычагов контроля и со злоупотреблением корпоративными механизмами нельзя; это тот факт, который признают практически все.

Для миноритарных инвесторов сосредоточение контроля в руках одного или нескольких крупных акционеров может оказаться даже очень выгодным - но только при условии повышения подотчетности руководителей компании, поскольку это позволит снизить вероятность злоупотреблений ими своим служебным положением.<sup>5</sup> Вместе с тем, стимулы к использованию корпоративных возможностей и совершению незаконных сделок со связанными лицами есть и у контролирующих акционеров. В этой связи возникает вопрос о том, достаточно ли надежно действующая в стране инфраструктура корпоративного

---

<sup>3</sup> Эта программа проводится в партнерстве с правительством Японии.

<sup>4</sup> См. OECD, "Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages", June 2009.

<sup>5</sup> См. A. Shleifer and R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 *The Journal of Finance* 737 (1997).

управления защищает миноритарных инвесторов и других заинтересованных лиц от проявлений оппортунистического поведения со стороны контролирующих бенефициарных собственников.

В данном исследовании:

- Дается критическая оценка систем и методов нормативно-правового регулирования в области раскрытия информации и предоставления отчетности о структурах собственности и контроля в публичных компаниях в различных странах и регионах. В этой связи мы анализируем ситуацию в Евросоюзе и исполнение положений его законодательства во Франции и Италии, а также исследуем, как в этом смысле обстоят дела в Соединенных Штатах и в странах Азии (в Индонезии, Китае и Малайзии). Мы пытаемся понять, в каком объеме и с помощью каких механизмов компания, ее инвесторы, рынок и регулирующие и надзорные органы получают необходимую информацию о структуре собственности компании и контроля над ней.
- Приводится обзор стратегий, используемых для целей обеспечения соблюдения режимов нормативно-правового регулирования. Мы рассматриваем некоторые инструменты, с помощью которых государственные органы и частные субъекты экономической деятельности могут инициировать расследования и применять механизмы принуждения к выполнению публичными компаниями и их инвесторами действующих законов и правил по вопросам раскрытия информации и предоставления отчетности. В этой связи возникает вопрос о том, какие из этих инструментов являются наиболее оптимальными и наименее разрушительными с точки зрения обеспечения эффективного функционирования финансовых рынков.
- Рассматривается ряд рекомендаций и оценивается возможное влияние их выполнения на инфраструктуру корпоративного управления страны, а главное, на ее деловое сообщество. Информация о действующих в разных странах режимах и методах нормативно-правового регулирования, в том числе о механизмах принуждения к соблюдению этих режимов, главным образом почерпнута из анкет.<sup>6</sup>

## **1.1 Проблемы для регулирующих и директивных органов**

### **1.1.1 Внутренние и внешние акционеры: выгоды и издержки**

Регулирующие и директивные органы вновь озаботились проблемой создания такой системы корпоративного управления, которая была бы способна наилучшим образом защитить инвесторов от проявлений ненадлежащего поведения и корыстных действий менеджеров и контролирующих акционеров. Дебаты ведутся в основном вокруг отношений между принципалом и агентом, т.е. между теми, кто обладает фактическим контролем над компанией, и миноритарными инвесторами, заинтересованными сторонами (такими как работники компании, ее клиенты и поставщики) и обществом в целом.

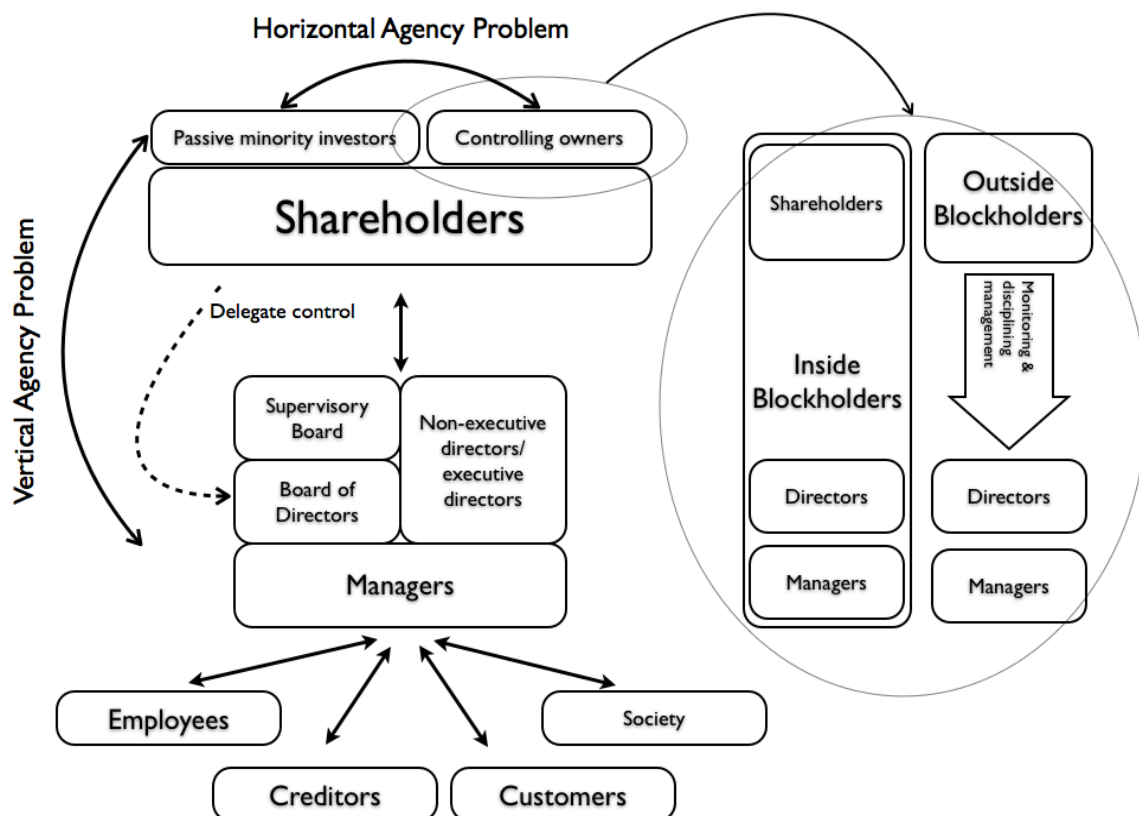
В так называемых рыночных системах, для которых характерны широко распыленная структура собственности и ликвидность вторичных рынков, главным вопросом, как правило, является создание механизмов, которые позволяли бы смягчить проблему взаимоотношений между преследующим свои корыстные интересы руководством компаний и пассивными инвесторами.<sup>7</sup> Эти проблемы в значительной степени могут быть обусловлены так называемыми «вертикальными агентскими взаимоотношениями», в которых менеджеры

<sup>6</sup> Текст Анкеты включен в этот документ в виде отдельного приложения.

<sup>7</sup> См. W.W. Bratton and J.A. McCahery, *Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance*, 2 Theoretical Inquiries in Law 745, 2001.

компании (т.е. ее руководство) являются агентами, а акционеры – принципалами (см. рис. 1). В рыночных системах проблемы таких взаимоотношений обусловлены тем, что акционеры пассивны - т.е. вообще не участвуют в контроле за действиями руководства и в применении к нему, в случае необходимости, мер дисциплинарного воздействия. Как выражаются экономисты, «разделение собственности и контроля» обеспечивает руководству компании возможность, не рискуя быть пойманным за руку, использовать самую важную информацию о стратегиях, тактике и перспективах компании в собственных интересах.

Рис. 1. Проблемы взаимоотношений, возникающие в системах, которые допускают наличие крупных акционеров



Horizontal Agency problem	Проблема горизонтальных агентских взаимоотношений
Vertical Agency problem	Проблема вертикальных агентских взаимоотношений
Passive minority investors	Пассивные миноритарные инвесторы
Controlling owners	Контролирующие собственники
Shareholders	Акционеры
Delegate control	Делегирование полномочий по контролю
Supervisory board	Наблюдательный совет
Board of directors	Совет директоров
Non-executive directors / executive directors	Директора, не обладающие исполнительными полномочиями / исполнительные директора
Managers	Руководство
Employees	Наемные работники
Creditors	Кредиторы
Customers	Клиенты
Society	Общество
Outside blockholders	Крупные внешние акционеры
Inside blockholders	Крупные внутренние акционеры
Monitoring & disciplining management	Контроль за действиями руководства и применение к нему мер дисциплинарного воздействия
Directors	Директора
Managers	Менеджеры

В системах с концентрированной структурой собственности, т.е. там, где есть крупные акционеры (многочисленные варианты таких систем можно наблюдать в странах Европы, Азии и в большинстве других капиталистических стран), масштаб «проблемы вертикальных агентских взаимоотношений» не так велик, поскольку некоторые инвесторы стремятся к владению более крупными пакетами акций публичных компаний и, соответственно, имеют больше стимулов к тому, чтобы отслеживать действия их руководства и, если нужно, применять по отношению к нему меры дисциплинарного воздействия. В системах, допускающих наличие крупных акционеров, следует различать два типа публичных компаний.

Во-первых, существуют такие публичные компании (к ним относится большинство компаний, «контролируемых» институциональными инвесторами), в которых основные права голоса (voting rights) и «права на денежные потоки» (cash-flow rights) идентичны между собой и обусловлены размером общего пакета акций, находящегося во владении. Для публичных компаний наличие таких инвесторов, которых обычно называют «крупными внешними акционерами», чревато трехсторонним конфликтом между контролирующими акционерами, руководством компании и миноритарными акционерами. Поскольку наличие крупных внешних акционеров обычно смягчает проблемы, связанные с оппортунистическим поведением руководства, не удивительно, что в этих случаях основное внимание регулирующих и директивных органов обращено на потенциальные конфликты в сфере «горизонтальных агентских взаимоотношений» между крупными внешними акционерами и пассивными миноритарными инвесторами.<sup>8</sup> Чтобы в этом убедиться, достаточно заметить, что в современном финансовом мире, для которого, как правило, характерны высокочастотный трейдинг и быстрая и непрерывная смена собственности на акции, институциональные инвесторы делают ставку на краткосрочную доходность.<sup>9</sup> Ориентация крупных внешних акционеров на краткосрочные инвестиционные стратегии делает миноритариев уязвимыми к проявлениям оппортунистического поведения.<sup>10</sup>

Например, как показывает недавнее исследование, до того, как финансовый кризис стал неизбежным, влиятельные институциональные инвесторы, в целях повышения доходов акционеров в краткосрочной перспективе, призывали руководителей своих портфельных компаний к проведению более рискованных и более активных оппортунистических стратегий роста.<sup>11</sup> Тот факт, что для получения прибыли крупные внешние акционеры, применяя современные технологии и более прогрессивные методы трейдинга, все чаще используют производные финансовые инструменты и технику коротких продаж, только усугубляет «проблему горизонтальных агентских взаимоотношений» между крупными внешними акционерами и миноритарными инвесторами.<sup>12</sup>

---

<sup>8</sup> См. L.A. Bebchuk and R.J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 702, July 2011.

<sup>9</sup> См. C. Van der Elst and E.P.M. Vermeulen, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics 2011-2 Working Paper (<http://ssrn.com/abstract=1860144>).

<sup>10</sup> Правовые основы деятельности публичной компании предоставляют сторонам возможность использования дифференцированных структур управления и контроля, в рамках которых акционеры избирают директоров и участвуют в принятии некоторых принципиальных решений, а директора определяют политику компании, выбирают ее руководство, осуществляют функции контроля и действуют в качестве агентов компании. Поскольку директоров избирает контролирующий акционер, то они, как правило, имеют возможность осуществлять практический контроль за действиями руководства и надзор за деятельностью публичной компании.

<sup>11</sup> См. D.H. Erkens, M. Hung and P.P. Matos, *Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, ECGI – Finance Working Paper No. 249/2009.

<sup>12</sup> Если институциональные инвесторы играют на понижение, то они продают заемные акции, надеясь, что впоследствии смогут выкупить их на рынке по более низкой цене.

Во-вторых, существуют такие публичные компании (к их числу относятся многочисленные семейные фирмы, а иногда даже государственные компании), где есть крупные внутренние акционеры, которые фактически занимают должности руководителей или работают в советах директоров тех компаний, инвесторами которых они являются (см. рис. 1).<sup>13</sup> В публичных компаниях, где есть крупные внутренние акционеры, «проблемы вертикальных агентских взаимоотношений» не актуальны, а вот «проблемы горизонтальных агентских взаимоотношений» могут наличествовать в изобилии. Контролирующие акционеры могут использовать несколько стратегий извлечения ресурсов и активов из контролируемых фирм, тем самым существенно увеличивая издержки горизонтальных агентских взаимоотношений. К таким стратегиям относятся: (1) выпуск акций с разводняющим эффектом; (2) инсайдерская торговля; (3) утаивание важной информации; (4) распределение корпоративных возможностей и деловых операций и (5) сделки со связанными лицами.

Вариант экспроприации миноритарных акционеров контролирующими акционерами, которые осуществляют сделки со связанными лицами либо напрямую, либо через одну или несколько дочерних структур, можно проиллюстрировать на простом примере. Представьте себе, что есть некий акционер, который владеет 51% голосующих акций компании А и 100% находящихся в обращении акций компании Б. Если компания А является поставщиком компании Б, то у ее контролирующего акционера может возникнуть желание снизить трансфертную цену на продукцию, продаваемую и поставляемую ею компании Б. Таким образом максимизируется прибыль компании Б, которую этот акционер контролирует, а главное, обладает в ней всеми правами на денежные потоки, в то время как прибыль компании А становится минимальной, и происходит все это за счет интересов миноритарных акционеров. Этот пример показывает, что главной проблемой, касающейся сделок со связанными лицами, является то, что они могут производиться не по рыночным ценам, что свидетельствует о необходимости введения строгих правил в отношении отчетности и раскрытия информации, которые позволят миноритарным инвесторам получать сведения о личности, интересах и намерениях контролирующего акционера.<sup>14</sup>

### **1.1.2 Важность «жестких» механизмов отчетности и раскрытия информации**

Существует целый ряд правовых механизмов, созданных в целях предотвращения или ограничения корпоративных действий, которые могут привести к оппортунистическому поведению крупных акционеров. Например, в корпоративном праве есть норма о преимущественном праве, которая дает всем акционерам компании право приобретения всех вновь выпускаемых акций до того, как они будут предложены широкой публике или одному или нескольким другим существующим акционерам. Поскольку предложение новых акций существующим акционерам, как правило, должно производиться на пропорциональной основе, то эта норма не позволяет крупным акционерам экспроприировать интересы миноритарных инвесторов посредством выпуска акций с разводняющим эффектом.

Еще одним примером правовых норм регулирования сделок, которые могут совершаться контролирующими собственниками в собственных корыстных интересах, являются правила листинга, действующие в ряде стран Азии. Так, например, в соответствии с правилами

---

<sup>13</sup> См. C.G. Holderness, *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, FRBNY Economic Policy Review, April 2003.

<sup>14</sup> Следует отметить, что в рыночной экономике сделки со связанными лицами играют очень важную и вполне законную роль. Для фирм, торговли и иностранных инвестиций внутрикорпоративное финансирование нередко является благом. Снижение стоимости капитала и налоговая экономия являются очень серьезными стимулами для совершения сделок со связанными лицами. Существует множество примеров того, как сделки со связанными лицами приносят компаниям выгоду. К наиболее популярным категориям таких сделок относятся: (1) межфирменные кредиты или гарантии, выдаваемые материнской компанией своей иностранной дочерней компании, (2) лизинговые или сервисные соглашения между материнской и иностранной дочерней компаниями и (3) продажа дебиторской задолженности компании специального назначения.



листинга Гонконгской и Сингапурской фондовых бирж, вопрос о реализации существенных сделок со связанными лицами должен ставиться на голосование миноритарных акционеров публичных компаний, при этом миноритариям должны быть предоставлены вся необходимая информация и возможность контроля над попытками экспроприации.

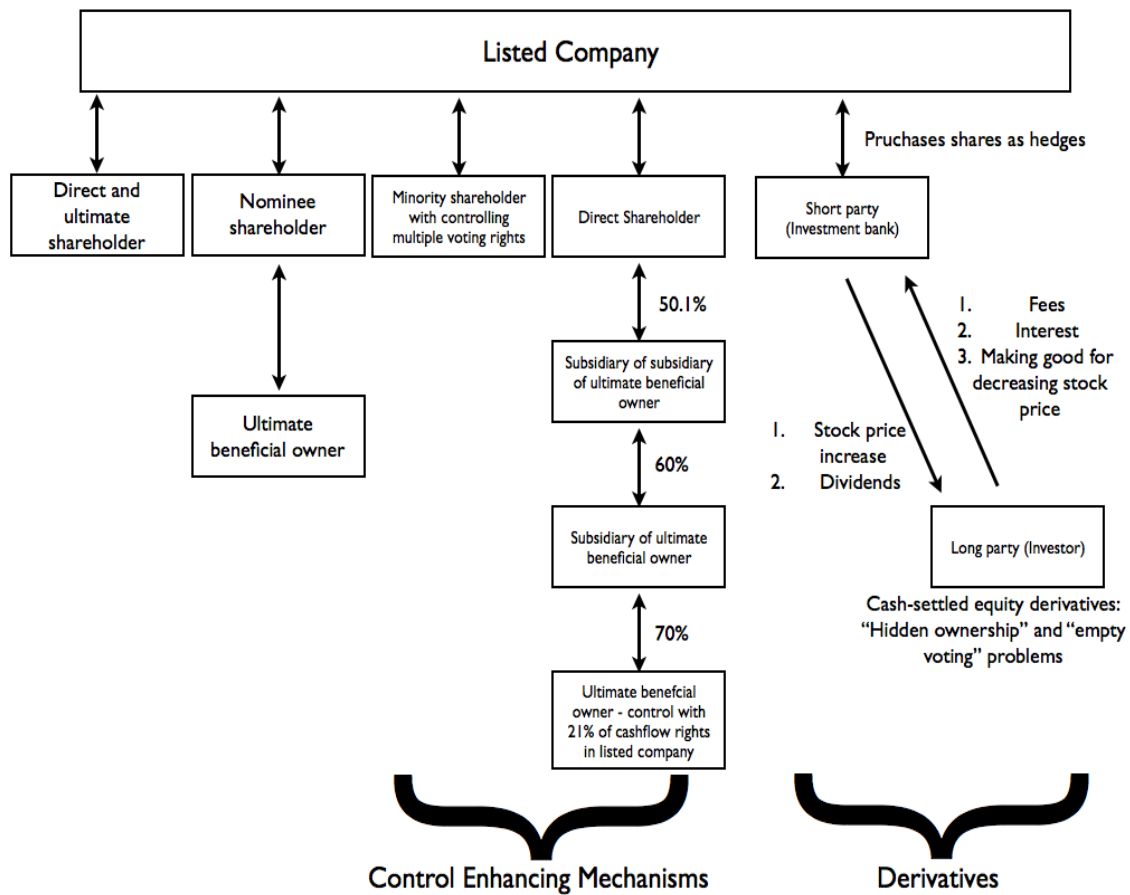
Но вне зависимости от степени эффективности этих механизмов, сами по себе они все равно не являются достаточным средством для решения тех нормативно-правовых проблем, которые возникают в связи с наличием концентрированной собственности и крупных акционеров. Дело здесь заключается в том, что миноритарные инвесторы должны обладать средствами контроля и наблюдения за поведением крупных акционеров, чтобы еще на ранней стадии иметь возможность выявления фактов возможного оппортунизма и экспроприации. Именно поэтому наличие адекватного режима отчетности и раскрытия информации, который обеспечивает прозрачность структур собственности и контроля в публичных компаниях, считается стержнем эффективной инфраструктуры корпоративного управления. Для регулирующих и директивных органов этот вывод, конечно, новостью не является.<sup>15</sup> В большинстве юрисдикций приняты законы, обязывающие акционеров раскрывать информацию и сообщать о случаях концентрации собственности на акции. Требования к отчетности включают в себя необходимость сообщать о владении акциями на предъявителя, которое в ряде юрисдикций до сих пор считается правомерным и законным. Так как в реестре акционеров акции на предъявителя, как правило, не регистрируются, то быстро идентифицировать личность акционеров в данном случае оказывается практически невозможным. Разумеется, регистрация в реестре акционеров становится необходимой, если держатели акций на предъявителя намерены участвовать в голосовании или хотят получать дивиденды. Однако отсутствие действенных требований к отчетности и раскрытию информации дает возможность владельцам акций на предъявителя тайно приобрести контроль над публичной компанией, а это чревато манипулированием рынком и другими злоупотреблениями.

Требования к раскрытию информации нужны для того, чтобы можно было предупредить миноритарных инвесторов о существенных изменениях в системе корпоративного контроля и структуре собственности и дать им возможность сделать оценку последствий этих изменений, имея для этого всю необходимую информацию. Но это еще не все. Тот эффект, который будут иметь требования к отчетности и раскрытию информации, во многом зависит от того, как понятия собственности и контроля определены в законодательстве страны. Даже если использование акций на предъявителя запрещено или ограничено, все равно существует целый ряд других законных способов сокрытия информации о том, кто в действительности является конечным бенефициаром акций компании. Таким образом, если положения об отчетности или о раскрытии информации не содержат требования об указании личности «конечных» бенефициаров, то определить, кому реально принадлежит собственность и кто на самом деле осуществляет контроль над компанией, так и не удастся: картина по-прежнему останется размытой. Например, если раскрытие информации должно производиться только на уровне прямых акционеров, то личность реальных инвесторов можно замаскировать, используя номинальных акционеров, других посредников, корпоративные цепочки или производные финансовые инструменты на акции (см. рис. 2).

---

<sup>15</sup> См. F.H. Easterbrook and D.R. Fischel, "The Economic Structure of Corporate Law", Harvard University Press, 1991.

Рис. 2. Необходимость раскрытия информации о личности конечного бенефициара



Listed company	Публичная компания
Direct and ultimate shareholder	Прямой и конечный акционер
Nominee shareholder	Номинальный акционер
Minority shareholder with controlling multiple voting rights	Миноритарный акционер с контролирующим пакетом множественных акций
Direct shareholder	Прямой акционер
Short party (Investment bank)	Держатель короткой позиции (Инвестиционный банк)
Purchases shares as hedges	Продажа акций как инструмент хеджирования риска
Ultimate beneficial owner	Конечный бенефициар
Subsidiary of subsidiary of ultimate beneficial owner	Дочерняя компания дочерней компании конечного бенефициара
Subsidiary of ultimate beneficial owner	Дочерняя компания конечного бенефициара
Ultimate beneficial owner – control with 21% of cash flow rights in listed company	Конечный бенефициар – контролирует 21% прав на денежные потоки публичной компании
Control Enhancing Mechanisms	Механизмы усиления контроля
Stock price increase	Повышение курса акций
Dividends	Дивиденды
Fees	Комиссии
Interest	Проценты
Making good for decreasing stock price	Компенсация снижения курса акций
Long party (investor)	Держатель длинной позиции (инвестор)
Cash-settled equity derivatives: “Hidden ownership” and “empty voting” problems	Производные финансовые инструменты на акции с денежными расчетами: проблемы «скрытой собственности» и «пустого голосования»
Derivatives	Производные финансовые инструменты

Источник: по материалам D. Zetsche, *Continental vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – A Matter of Law or Enforcement?* Heinrich-Heine-University Düsseldorf, Faculty of Law, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS).

### 1.1.2.1 Номинальные и омнибусные счета

На практике номинальным держателем акций, как правило, является компания, специально создаваемая в качестве держателя акций и других ценных бумаг от имени инвесторов. Такие компании являются владельцами акций на правах доверительной собственности в интересах одного или нескольких конечных бенефициаров, и зачастую в реестре акционеров бывают указаны только они. Обычно иностранным инвесторам нужно открывать счета номинального держания, поскольку их глобальным посредникам не разрешается напрямую открывать счета в местном Центральном депозитарии ценных бумаг (ЦДЦБ). Почему эта проблема заботит регулирующие органы, понятно: назначение номинальных акционеров, по сути, обеспечивает бенефициарным владельцам возможность скрывать свою личность от инвесторов и других заинтересованных сторон, что затрудняет возможность обнаружения экспроприации со стороны контролирующих собственников.

Кроме того, регулирующие и директивные органы все чаще выражают обеспокоенность по поводу омнибусных счетов. Омнибусный счет - это счет ценных бумаг, открываемый для юридического лица, выполняющего функции посредника от имени различных инвесторов. Несмотря на то, что этот счет открывается на имя посредника, его следует рассматривать как «зонтичное» прикрытие для большого количества индивидуальных счетов. Омнибусные счета позволяют серьезно сократить операционные издержки, связанные с оплатой клиринговых комиссионных и платежей за расчетное обслуживание. Но поскольку для публичных компаний и их инвесторов разбивка (структура) омнибусных счетов зачастую скрыта, то такие счета тоже могут рассматриваться просто как еще один привлекательный инструмент для сокрытия личности конечных бенефициаров.

### 1.1.2.2 Производные финансовые инструменты

В последнее время для получения контроля над акциями с обходом положений действующего законодательства о прозрачности и раскрытии информации стали использоваться производные инструменты на акции с денежными расчетами и другие подобные методы. Для примера рассмотрим следующую сделку. Предположим, что некий инвестор (которого называют также держателем длинной позиции) покупает и приобретает у дилера по операциям с производными финансовыми инструментами или у банка (держателя короткой позиции) длинный своп с денежными расчетами по базисным акциям какой-либо публичной компании. В соответствии с соглашением между держателем длинной позиции и держателем короткой позиции, инвестор выигрывает в том случае, если цена на базисный актив (т.е. на акции этой публичной компании) повышается, и несет убытки, если эта цена падает. Дилер по операциям с производными финансовыми инструментами, как правило, хеджирует свои риски, приобретая базисные акции по цене исполнения данного производного инструмента. Таким образом, соглашение о свопе приводит к разъединению прав голоса и бенефициарной собственности на акции. В результате этого разъединения возникают «скрытая собственность» и так называемое «пустое голосование», т.е. голосование без владения акциями.<sup>16</sup> Скрытая собственность - это ситуация, при которой инвестор с помощью производного финансового инструмента с денежными расчетами получает длинную позицию по акциям публичной компании, о которой никто не узнает до тех пор, пока этот инвестор не приобретет эти акции физически или пока не будет официально изменено соглашение о расчетах, т.е. пока расчет наличными не будет заменен на расчет путем физической поставки акций. Пустое голосование - это случай, когда брокер по операциям с производными финансовыми инструментами голосует акциями по указанию инвестора.

---

<sup>16</sup> См. Н.Т.С. Hu and B. Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 *Business Lawyer* 1011, 2006; E.S. De Nardis and M. Tonello, *Know Your Shareholder: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests*, Conference Board Director Notes No. DN-009, July 2010.

### 1.1.2.3 Механизмы усиления контроля

Инвесторы нередко используют сложные схемы организации контроля и структуры собственности, чтобы получить права голоса, превышающие те, которые дает им их право на денежные потоки компании. Как правило, такими схемами пользуются крупные внутренние акционеры, которые обычно обладают реальным контролем над голосами в компании, даже если со стороны ситуация выглядит так, как будто мажоритарного пакета акций у них нет. Право голоса можно отделить от права на денежные потоки посредством таких механизмов, как, например, выстраивание пирамидальной холдинговой структуры, организация перекрестного владения акциями, выпуск множественных акций (т.е. акций, дающих своему владельцу право более чем на один голос), а также участие в коалициях акционеров. В большинстве стран мира наиболее популярным механизмом, который используется для концентрации контроля и требует относительно небольших затрат, является выстраивание пирамидальных структур, или каскадов. В Европе, например, как показано в таблице 1, пирамидальные структуры являются наиболее распространенным механизмом усиления контроля. Они позволяют акционеру сохранять контроль над компанией с помощью создания многоуровневой структуры собственности, в которой на каждом промежуточном уровне иерархии инвестиции делятся с другими (миноритарными) акционерами. Пирамидальные структуры уменьшают ограничения в ликвидности для крупных акционеров, позволяя им сохранять существенное право голоса.

Таблица 1. Механизмы усиления контроля в Европе

Механизмы усиления контроля	Наличие	Фактическое использование
Пирамидальные структуры	100%	75%
Акционерное соглашение	100%	69%
Перекрестное владение акциями	100%	31%
Поправки о квалифицированном большинстве	87%	Нет данных
Множественные акции	50%	44%

Источник: Report on the Proportionality Principle in the European Union, External Study Commissioned by the European Commission.

Такой же эффект получается при выпуске множественных акций, которые дают акционерам возможность контроля над компанией сверх той, которую обеспечивает им размер их владения акциями. Разделение бенефициарной собственности и прав контроля (или прав голоса) приносит акционерам большую личную выгоду помимо обычных финансовых доходов по акциям. Но концентрация собственности имеет и свои минусы, которые выражаются в размере премии за контроль. Премия за контроль - это разница между рыночной стоимостью акций и той ценой, которую приходится за них платить, если покупатель хочет получить (или сохранить) контроль над компанией.

Наличие премии за контроль свидетельствует о той выгоде, которую мажоритарные акционеры могут извлечь за счет интересов миноритарных акционеров. Размер премии за контроль зависит от целого ряда факторов, включая конкуренцию на рынке за корпоративный контроль, размер продаваемого пакета, распределение долей в компании-цели, неравенство прав голоса, гражданство покупателя, а также финансовое состояние компании-цели. Наличие большой личной выгоды, которую обеспечивает крупным акционерам контроль над компанией, позволяет предположить, что крупные акционеры могут получать большую долю дохода. Например, владелец множественных акций, как правило, может занять место в совете

директоров и, таким образом, получать закрытую информацию о структуре издержек и показателях эффективности компании.

Механизмы усиления контроля могут быть сопряжены с серьезными проблемами в агентских взаимоотношениях. Как показывают последние эмпирические исследования, использование пирамидальных холдинговых структур негативно сказывается на стоимости компании.<sup>17</sup> Это может быть обусловлено тем, что у контролирующих инвесторов снижаются стимулы к контролю за действиями руководства компании, если им принадлежит в ней «всего лишь» миноритарная доля. Это исследование поддерживает призывы большинства стран к улучшению инфраструктуры корпоративного управления. Какие правовые нормы и стратегии регулирования следует выбрать, чтобы максимально ограничить возможные последствия сделок, совершаемых контролируемыми акционерами в своих личных корыстных целях? В целях исправления недостатков инфраструктуры корпоративного управления директивные органы могут решить проблемы агентских взаимоотношений либо путем запрета на использование механизмов усиления контроля, либо обеспечив более высокий уровень прозрачности и раскрытия информации. Но первый вариант может отрицательным образом сказаться на инновационном и предпринимательском потенциале быстрорастущих публичных компаний (см. Вставку 1), поэтому более предпочтительным является второй способ, т.е. усиление требований к отчетности и раскрытию информации в отношении механизмов усиления контроля.

#### **Вставка 1. Пример Google**

Google, Inc. – корпорация, зарегистрированная в штате Делавэр, - решила распространить «модель бизнеса Google» и на свою структуру корпоративного управления. Было время, когда учредители Google и ее глава владели примерно 90% находящихся в обращении акций компании класса B, что давало им 68% общих прав голоса в фирме, в то время как их доля участия в корпорации составляла всего лишь порядка 20% (т.е. они были крупными внутренними акционерами). По-видимому, наличие этих множественных акций не стало для инвесторов препятствием для покупки акций Google класса A. Вообще говоря, наличие в структуре собственности Google множественных акций на этапе роста и развития этой публичной компании инвесторы действительно могли считать правильным, поскольку благодаря этому у контролирующих акционеров (учредителей) был хороший стимул для тщательного контроля за деятельностью компании, а у учредителей возростала личная ответственность перед рядовыми акционерами и другими заинтересованными сторонами. Тот факт, что в 2010 году Google вошел в первую сотню списка Financial Times Global 500, по-видимому, говорит о том, что механизмы усиления контроля далеко не всегда приводят к пагубным последствиям для стоимости компании.

#### *1.1.2.4 Корпоративные цепочки*

Для сокрытия истинных сведений о личности контролирующих бенефициаров и создания сложных структур собственности и юридических образований в публичных компаниях могут также использоваться корпоративные цепочки. Один из последних примеров таких схем приведен во Вставке 2. Для использования корпоративных цепочек у компаний могут быть законные и вполне понятные экономические мотивы. Тем не менее, наличие цепочки, состоящей из местных и оффшорных корпоративных образований или международных холдинговых структур, иногда является признаком того, что контролирующие бенефициары причастны к злоупотреблениям и допускают оппортунистическое поведение.

<sup>17</sup> См. доклад P. Limpaphayom, *The Effect of Ownership Structure on the Relation between Corporate Governance and Firm Value in Thailand*, представленный на Бали 5 октября 2011 г. в ходе двустороннего диалога ОЭСР - Индонезия.

### **Вставка 1. Компании с переменной долей участия (Китай)**

Структура «компаний с переменной долей участия» (КПДУ) представляет собой цепочку корпоративных образований и контрактных соглашений, которая создается в целях соблюдения рестриктивного китайского законодательства, регулирующего вопросы прямых иностранных инвестиций: в Китае проводится жесткая протекционистская политика, направленная на защиту многих отраслей местной промышленности и сферы услуг. Первым шагом в создании КПДУ является учреждение оффшорной компании, которая затем становится владельцем и получает контроль над оншорным предприятием со 100% иностранным участием. Это оншорное предприятие, посредством заключения ряда сервисных соглашений, получает контроль над какой-либо местной китайской компанией, занятой в одном из секторов, который регулируется упомянутым выше рестриктивным законодательством. Эти сервисные соглашения позволяют иностранным инвесторам владеть контрольными пакетами акций китайских компаний. Такая структура КПДУ широко распространена в таких секторах, как Интернет и электронная коммерция; она дает китайским компаниям возможность доступа к иностранным рынкам капитала через оффшорный листинг. Sina.com стала первой Интернет-компанией, которая получила листинг на NASDAQ через структуру КПДУ. По данным статистики Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) и Гонконгской фондовой биржи (HKEx), в 2010 г. доступ на фондовые биржи Соединенных Штатов получили 34 китайских КПДУ. В том же году 4 КПДУ были «зарегистрированы» на Гонконгской фондовой бирже. Несмотря на использование многих китайских предприятий для IPO, структура КПДУ представляет для инвесторов определенные риски, которые обусловлены сложностью этой структуры. В качестве иллюстрации можно привести, например, спор между Yahoo и китайским интернет-гигантом Alibaba Group. Yahoo через структуры КПДУ владеет 43% акций Alibaba Group. Но несмотря на свой «контрольный пакет», Yahoo не удалось предотвратить выделения группой Alibaba своего подразделения Alipay (электронной платежной системы) в отдельную структуру, в результате чего она превратилась в местную компанию, контролируемую президентом Alibaba Group Джеком Ма. Alibaba Group обосновала эту реструктуризацию тем, что без нее Alipay не смогла бы получить в Народном банке Китая необходимых лицензий. По утверждению Alibaba Group, если бы Alibaba была компанией с иностранным участием через структуру КПДУ, банк отказался бы выдать лицензию.

Несмотря на то, что выявить факты злоупотреблений корпоративными механизмами зачастую бывает нелегко, принято считать, что такие (потенциальные) злоупотребления можно ограничить, если организовать обмен информацией о бенефициарных собственниках корпоративных образований и о контроле над ними. Обеспечить такой обмен информацией можно с помощью ряда нормативно-правовых мер, которые включают в себя: (1) введение системы предварительного раскрытия информации о бенефициарных собственниках перед государственными органами и официальными посредниками, (2) введение обязательного требования, в соответствии с которым компании-поставщики корпоративных услуг обязаны вести учет информации о бенефициарных собственниках; и (3) использование системы расследований. Во второй части этого документа мы более подробно поговорим о механизмах, которые используются для сокрытия личности бенефициарных собственников корпоративных образований, а также дадим критическую оценку того, в какой мере положения о противодействии отмыванию денег и финансированию терроризма позволяют обеспечить прозрачность в вопросах собственности и контроля в публичных компаниях, защищая, тем самым, интересы миноритарных инвесторов в целом.

#### ***1.1.3 Бенефициарная собственность и контроль: проблемы***

Так как выяснение личности конечных бенефициаров и, что еще важнее, тех лиц, которые осуществляют реальный контроль над компанией, сопряжено с определенными трудностями, то для миноритарных инвесторов и других заинтересованных сторон выявление и ограничение возможностей по совершению контролирующими собственниками сделок, которые они могут производить в своих личных корыстных интересах (вывод активов, сделки со связанными лицами, размывание акционерной собственности и т.п.), является задачей довольно обременительной. Поэтому вполне закономерно, что последний финансовый кризис стал поводом для призывов к введению более строгих правил в отношении отчетности и раскрытия информации, которые помогали бы обнаруживать сложные схемы контроля, используемые конечными бенефициарами публичных компаний.

Так, например, 7 марта 2011 г. в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) поступило ходатайство от одной из юридических фирм с рекомендацией о внесении в нормативные положения, регулирующие деятельность SEC, некоторых поправок, касающихся публичного раскрытия информации и требований, которые предъявляются к лицам, «являющимся бенефициарными собственниками» более 5% ценных бумаг публичной компании.<sup>18</sup> В этом ходатайстве, в частности, предлагается сократить предусмотренный Разделом 13(d) Закона о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) срок, в течение которого участники рынка обязаны подавать в Комиссию по ценным бумагам и биржам сведения о приобретении или отчуждении прав бенефициарной собственности. Кроме того, авторы ходатайства просят SEC расширить определение понятия «бенефициарная собственность», включив в него имущественные интересы лиц, которые используют производные финансовые инструменты. Благодаря предлагаемым поправкам у инвесторов появится возможность получать информацию обо всех лицах, у которых имеется возможность изменить или оказать влияние на контроль над эмитентами.

В отношении призывов к ужесточению правил отчетности и раскрытия информации следует сказать еще вот что. Инвесторы лучше себя чувствуют в условиях такой модели корпоративного управления, которая позволяет бенефициарным собственникам получать контроль над компаниями либо напрямую, либо косвенно, через производные финансовые инструменты или корпоративные цепочки (если это отвечает конкретным потребностям компаний и требованиям к корпоративному управлению). Для инвесторов такая система является более комфортной, чем та, в которой целесообразная рыночная деятельность запрещается.<sup>19</sup> Поэтому для того, чтобы защитить интересы миноритарных инвесторов, директивные органы и законодатели должны рассмотреть возможность введения четких и строгих правил в отношении прозрачности и раскрытия информации, которые позволят миноритарным инвесторам получать истинные сведения о структуре собственности компании и о контроле над ней и, что еще важнее, идентифицировать тех лиц, которые должны считаться конечными бенефициарами.

Вообще говоря, в идеале инфраструктура корпоративного управления должна сочетать в себе участие крупных инвесторов с юридической защитой интересов миноритариев. Понятно, что без доступа к достоверной информации о структуре собственности, в том числе о личности контролирующих собственников и о схеме контроля над публичными компаниями, защиту миноритарных инвесторов организовать будет довольно трудно. Вместе с тем, несмотря на все свои очевидные преимущества, режим отчетности и раскрытия информации имеет и свои издержки.

Люциан Беччук и Роберт Джексон-младший недавно провели исследование, по результатам которого они пришли к выводу, что необходимость ужесточения этих правил в США весьма сомнительна.<sup>20</sup> Во-первых, как утверждают авторы, эмпирические исследования показали, что наличие контролирующих бенефициаров выгодно рядовым акционерам, «потому что это повышает подотчетность действующих директоров и менеджмента компании, снижая, тем самым, агентские издержки и заставляя менеджмент работать более эффективно».

Во-вторых, Беччук и Джексон доказывают, что ужесточение правил отчетности может серьезно снизить заинтересованность крупных акционеров в участии в мониторинге за деятельностью компании. Например, если цена акций компании не соответствует ее реальному

---

<sup>18</sup> См. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, Letter to the Securities and Exchange Commission – Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, 7 March 2011.

<sup>19</sup> См. также M. Kettunen and W-G Ringe, *Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity derivatives – An Intentions-Based Approach*, University of Oxford, Legal Research Paper Series, July 2011 (<http://ssrn.com/abstract=1844886>).

<sup>20</sup> См. L.A. Bebchuk and R.J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 702, July 2011.

потенциалу, то это может побудить крупных внешних акционеров к контролю за действиями руководства и к применению к нему необходимых дисциплинарных мер. Если же режим отчетности и раскрытия информации будет несоразмерно строгим и крупный акционер будет вынужден уже на самой ранней стадии раскрывать информацию о своей позиции, не имея возможности получить большую прибыль за счет относительно низкого курса акций, то это может снизить его мотивацию к участию в мониторинге за действиями руководства, в результате чего повысятся «вертикальные агентские издержки». Более того, если информация о наличии в компании крупных внешних акционеров будет публичной, это может повысить курс акций публичной компании и, соответственно, уменьшить количество и размеры крупных пакетов у внешних акционеров.

В-третьих, они указывают на отсутствие фактических данных, которые бы подтверждали, что используемые сейчас методы и технологии трейдинга – например, производные финансовые инструменты с денежными расчетами – действительно способствуют повышению концентрации собственности.

В-четвертых, Бебчук и Джексон утверждают, что чересчур строгие режимы раскрытия информации создают такую конкурентную среду, что у крупных акционеров пропадают стимулы к мониторингу действий руководства компаний. Режим отчетности и раскрытия информации может быть ориентирован на несколько типов бенефициарных собственников: (1) пассивные бенефициарные собственники, которых интересует только цена акций компании; (2) бенефициарные собственники, которые отслеживают показатели публичных компаний и инициируют диалог с их менеджментом; и (3) бенефициарные собственники, которые стремятся получить контроль над публичной компанией. Понятно, что для рынка особенно интересна третья категория. Если режим раскрытия информации будет затрагивать весь спектр бенефициарных собственников, то это может еще больше препятствовать законной деятельности крупных акционеров.

И, наконец, Бебчук и Джексон отмечают, что ссылка на необходимость защиты интересов миноритарных инвесторов не может служить оправданием для ужесточения режима раскрытия информации. Строгий режим отчетности и раскрытия информации может привести к информационной перегрузке. Более строгие требования к отчетности и раскрытию информации, влекущие за собой повышение сложности и объема информации, имеющейся на финансовом рынке, в конечном итоге приведут к тому, что миноритарным инвесторам станет труднее принимать обоснованные и взвешенные решения относительно своих инвестиций. Особенно это актуально, если соответствующие нормы и правила нацелены на сложные схемы с производными финансовыми инструментами даже в тех случаях, когда «собственник», используя их, не стремится получить контроль над компанией.<sup>21</sup>

После того как в Комиссию по ценным бумагам и биржам поступило упомянутое выше ходатайство, призывающее ужесточить существующие нормы, другая юридическая фирма, действующая от имени институциональных инвесторов, также обратилась в SEC с письмом, в котором, как и Бебчук и Джексон, отстаивала противоположную точку зрения, утверждая, что сокращение сроков предоставления информации нанесет ущерб интересам всех инвесторов.<sup>22</sup> Пока что SEC не выступала с какими бы то ни было предложениями в этой связи, и в настоящее время непонятно, собирается ли она это сделать. Как мы увидим, летом 2011 года SEC также отказалась принять изменения, в соответствии с которыми производные финансовые инструменты на акции с денежными расчетами предлагалось рассматривать как передачу бенефициарного права собственности.

---

<sup>21</sup> См. M.K. Brunnermeier and M. Oehmke, *Complexity in Financial Markets*, Working Paper, 2009.

<sup>22</sup> См. Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP, Letter to the Securities and Exchange Commission – Consideration of Section 13(d) Rules, File No. 4-624, 5 August 2011.



Как следует из вышеизложенного, встраивание в действующую в стране систему корпоративного управления сбалансированного и эффективного режима отчетности и раскрытия информации представляет определенную проблему. Кто - и на каком уровне акционеров – должен сообщать о владении крупным пакетом акций публичной компании? Когда и перед кем нужно раскрывать информацию? Какая именно информация должна быть раскрыта? По каким каналам следует отчитываться о бенефициарной собственности и о контроле над компанией? Кто будет иметь доступ к раскрываемой информации?

По всей видимости, странам нужен сбалансированный и гибкий режим отчетности и раскрытия информации, который сочетал бы себе все лучшее из двух противоположных подходов, т.е. такой режим, который обеспечивал бы защиту от корыстных действий, не создавая (внешним) крупным акционерам препятствий для вмешательства в управление компаниями, если их менеджмент не справляется со своими обязанностями надлежащим образом (см. таблицу 2). Кроме того, для того чтобы требования к отчетности и раскрытию информации приносили практическую пользу, необходимо, чтобы они были подкреплены соответствующими механизмами расследования и принуждения. Без таких механизмов раскрываемая информация, скорее всего, будет неточна.

**Таблица 2. Бенефициарная собственность и контроль: проблемы для регулирующих и директивных органов**

Крупные внешние акционеры	Крупные внутренние акционеры
<p><b>Плюсы:</b> Крупные внешние акционеры заинтересованы в улучшении качества управления компанией за счет повышения подотчетности действующих директоров и менеджмента, что снижает агентские издержки и повышает эффективность работы менеджеров.</p>	<p><b>Плюсы:</b> Крупные внутренние акционеры обычно помогают справиться с проблемами недоинвестирования. Кроме того, от присутствия крупных внутренних акционеров, как правило, выигрывают быстро растущие и инновационные публичные компании.</p>
<p><b>Минусы:</b> Крупные внешние акционеры могут проводить краткосрочные оппортунистические стратегии.</p>	<p><b>Минусы:</b> У крупных внутренних акционеров есть серьезные стимулы для использования контроля над компанией в целях извлечения личной выгоды (совершение сделок в личных корыстных целях, инсайдерская торговля).</p>
<p><b>Режим раскрытия информации</b> не должен быть слишком строгим. Крупные внешние акционеры уделяют внимание мониторингу деятельности руководства компании, поскольку считают, что фактическая (низкая) цена акций не отражает истинной стоимости компании. Эмпирические исследования показывают, что такой мониторинг защищает миноритарных инвесторов от неэффективности работы менеджмента компаний. Цена акций резко возрастет, если широкой публике станет известно о наличии в компании крупных внешних акционеров. У крупных же акционеров это снижает стимулы к покупке дополнительных акций и увеличению доли своего участия в компании, не позволяя им стать еще более крупными акционерами и снижая их потенциальную прибыль.</p>	<p><b>Режим раскрытия информации</b> должен быть строгим и требовательным. Крупные внутренние акционеры заинтересованы в том, чтобы защищать свои личные интересы в ущерб интересам миноритарных инвесторов.</p>

*Источник:* составлено по материалам: L.A. Bebchuk and R.J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 702, July 2011; X. Chen and J. Yur-Austin, *Re-measuring agency costs: The effectiveness of blockholders*, 47 *The Quarterly Review of Economics and Finance* 588, 2007; A. Ferrell, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper 492, 2004.

Например, в Германии акционеры любой частной компании (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, или *GmbH*) должны быть зарегистрированы в общем реестре акционеров. До недавнего времени у компаний и их акционеров не было никаких стимулов к тому, чтобы эти

реестры обновлять, да и практическая польза от этих реестров была невелика, поскольку никаких механизмов расследования и принуждения к выполнению действующих законов и правил в этой сфере не существовало. Правда, здесь следует отметить, что наличие механизмов принуждения *де-юре* тоже еще не гарантирует соблюдения режима отчетности и раскрытия информации. Как показали проведенные среди непубличных европейских компаний эмпирические исследования, посвященные вопросам раскрытия информации и подачи ежегодной финансовой отчетности, даже при наличии механизмов принуждения к предоставлению отчетности *де-юре* из-за отсутствия такого принуждения *де-факто* компании просто не видят смысла в том, чтобы соблюдать установленный порядок, пусть даже самый строгий.<sup>23</sup>

В продолжение сказанного выше, следующим логическим шагом здесь был бы анализ выгод и издержек, которые присущи режимам отчетности и раскрытия информации, действующим в разных странах мира. К этому анализу мы сейчас и перейдем, а первым его пунктом будет изучение требований к отчетности, которые предъявляются к бенефициарным собственникам, владеющим крупными пакетами акций публичных компаний.

---

<sup>23</sup> См. J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, "Corporate Governance of Non-Listed Companies", Oxford University Press, 2008.

## II. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СТРУКТУРАХ КОНТРОЛЯ И О ЛИЧНОСТИ БЕНЕФИЦИАРНЫХ СОБСТВЕННИКОВ

Как уже было отмечено в предыдущем разделе, нормы и правила, действующие в отношении отчетности и раскрытия информации, являются важным элементом инфраструктуры корпоративного управления страны. Наличие адекватных требований к отчетности и раскрытию информации повсеместно считается одним из главных факторов, позволяющих смягчить негативные последствия корыстного и оппортунистического поведения контролирующих акционеров и обеспечить правильность ценообразования на ценные бумаги. Кроме того, информация о контролирующих акционерах и о том, каким образом в компании распределены права голоса, необходима для урегулирования конфликтов между контролирующими и миноритарными инвесторами.

Например, в Евросоюзе, для которого характерны коалиции инсайдеров и контролирующих акционеров, важность обязательного раскрытия информации о владельцах крупных пакетов акций признана уже давно. В 1988 г. в ЕС была принята Директива о подлежащей опубликованию информации о приобретении либо отчуждении значительной доли участия в капитале компаний, котирующихся на фондовых биржах.<sup>24</sup> Впоследствии эта директива была отменена Директивой 2004/109/ЕС «О гармонизации требований к прозрачности в отношении информации об эмитентах, ценные бумаги которых допускаются к торгам на регулируемых рынках» (далее, для краткости - «Директива о прозрачности»),<sup>25</sup> которая предусматривает усовершенствованную схему периодического и текущего раскрытия информации. Одной из целей Директивы о прозрачности является гармонизация законодательств о раскрытии информации, касающейся изменений в крупных пакетах акций компаний-эмитентов, поскольку такая гармонизация позволит повысить уровень защиты инвесторов на всей территории Евросоюза. Директива о прозрачности была разработана для того, чтобы дополнить инфраструктуру корпоративного управления государств-членов, включив в нее правила, которые устанавливают минимальные стандарты в отношении предоставления инвесторам своевременной информации о приобретениях и продажах долей голосующих акций публичных компаний в тех случаях, когда такая доля достигает, превышает или опускается ниже определенных пороговых значений.

Во-первых, Статья 9 Директивы о прозрачности предусматривает, что в случаях приобретения или продажи инвестором доли голосующих акций публичной компании, чьи ценные бумаги допущены к торгам на регулируемом рынке, этот инвестор обязан предоставить уведомление компании-эмитенту о результате этого приобретения или продажи в тех случаях, когда такая доля составляет, соответственно, от 5% до 30%, с интервалом в 5%.<sup>26</sup> Данное правило соответствует положениям о раскрытии информации, действующим в большинстве государств-членов, и допускает возможность расширения национальными правительствами рамок прозрачности и/или введения требований о раскрытии информации на более ранней стадии, а также уменьшения интервалов между пороговыми значениями. Так, например, во Франции требование о раскрытии информации было распространено также на участников рынка, которые вступают в соглашения или приобретают другие финансовые инструменты,

---

<sup>24</sup> См. Directive 88/627/ЕЕС.

<sup>25</sup> См. Directive 2004/109/ЕС. Положения Директивы о прозрачности должны были быть выполнены странами ЕС к 20 января 2007 г..

<sup>26</sup> Эти пороговые значения составляют 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% и 75%.

дающие им право на приобретение по собственному усмотрению крупных пакетов акций в краткосрочной или среднесрочной перспективе.

Во-вторых, в соответствии с положениями Статьи 12(2) Директивы, уведомление эмитента об изменениях, касающихся крупных пакетов акций, должно быть сделано не позднее чем через четыре торговых дня, первым из которых считается день после дня, в который произошли изменения в размерах долей голосующих акций, превышающие или опускающиеся ниже одного из пороговых значений, указанных в Статье 9. Соответственно, данная публичная компания-эмитент обязана проинформировать об изменениях, касающихся крупных пакетов акций, в течение трех торговых дней после получения такого уведомления. Во Франции Статья 223-17 Общих правил AMF (Autorite des marches financiers - французский регулятор финансовых рынков) добавляет к этому, что в случае превышения пороговых значений в 10%, 15%, 20% или 25% уведомление должно также включать сведения о намерениях инвестора.

В-третьих, требование об уведомлении распространяется на различные категории ценных бумаг, включая варранты на акции и конвертируемые облигации, если размер владения превышает определенные пороговые значения (Статья 16). Включение в это требование определенных видов финансовых инструментов обусловлено тем, что влияние на компанию может быть оказано в том числе и через такие финансовые контракты. И, наконец, положения Директивы не применяются к: (1) акциям, приобретаемым исключительно в целях произведения расчетов в рамках обычного короткого цикла расчетов, или (2) к специализированным компаниям, которым акции передаются на хранение, при условии, что такие организации могут осуществлять права голоса, предоставляемые такими акциями только в соответствии с инструкциями, переданными в письменной или электронной форме.

Проведенное недавно исследование, посвященное применению Директивы о прозрачности, свидетельствует о том, что, по общему мнению, эта директива способствовала повышению качества инфраструктуры корпоративного управления государств-членов Евросоюза.<sup>27</sup> Другими словами, эта директива, по-видимому, достигла своих целей в отношении обеспечения рынка точной, полной и своевременной информацией. Вместе с тем, в связи со случившимися недавно потрясениями на рынке и проблемами с ликвидностью возникли вопросы о рамках требований данной Директивы, касающихся прозрачности и раскрытия информации.

Так, например, в недавнем отчете Еврокомиссии о действии Директивы о прозрачности<sup>28</sup> говорится о том, что эту директиву следует доработать с учетом возникновения на финансовых рынках инновационных и сложных инвестиционных инструментов. Уточнение требований к раскрытию информации о фондовом кредитовании, а также об использовании производных финансовых инструментов на акции с денежными расчетами должно помочь избежать проблем с «пустыми голосованием» и «скрытой собственностью».<sup>29</sup> В качестве примера «усовершенствования» режима раскрытия информации можно привести законодательство Франции. Так, согласно Статье 223-11 Общих правил AMF, информация о держателях финансовых инструментов на акции, которые должны быть выпущены, или инструментов с аналогичным экономическим эффектом (т.е. фондовых свопов с денежными расчетами) также подлежит раскрытию в случае достижения одного из установленных пороговых значений.<sup>30</sup> 25

<sup>27</sup> См. Commission Staff Working Document, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, SEC(2009) 611, 27 May 2010.

<sup>28</sup> См. European Commission COM (2010)342 final, 27 May 2010.

<sup>29</sup> См. раздел 1.1.2.2 настоящего документа. См. также European Commission, Commission Staff Working Paper, *Impact Assessment SEC(2011) 1279 final*, 25 October 2011.

<sup>30</sup> Во Франции эти пороговые значения составляют 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33.33%, 50%, 66%, 90% и 95%.

октября 2010 г. Европейская комиссия представила предложение о внесении дополнений в Директиву о прозрачности. Целью этого предложения является решение проблем «скрытой собственности» и «пустого голосования» посредством расширения требований о раскрытии информации, распространив их действие на производные финансовые инструменты на акции с денежными расчетами.<sup>31</sup> Европейской организации по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA) было поручено обеспечить согласованное и сбалансированное применение данной Директивы, подготовив проекты технических стандартов регулирования.

Однако специалисты в области корпоративного управления утверждают, что и этого недостаточно.<sup>32</sup> После финансового кризиса гораздо больше внимания стало уделяться вопросам содействия участию акционеров в корпоративном управлении.<sup>33</sup> Пересмотрев взаимоотношения со своими портфельными компаниями, институциональные инвесторы могли бы положить начало новой культуре в вопросах собственности и контроля, в условиях которой в выигрыше бы в равной степени оказались и миноритарные инвесторы, и другие заинтересованные стороны. Предлагается ввести новые механизмы корпоративного управления, которые побуждали бы институциональных инвесторов к участию в мониторинге и оценке долгосрочной стратегии развития публичных компаний. Это необходимо в таких рыночных системах, для которых характерны высокочастотный трейдинг и быстрая и непрерывная смена собственности на акции.

По всей видимости, регуляторы исходят из того, что если рост курса акций становится практически главным фактором при оценке эффективности компаний, то это способствует популярности только краткосрочных инвестиционных стратегий. Для того чтобы как-то уравновесить эту тенденцию, необходимо обеспечить участие акционеров в создании стратегий долгосрочных. В этом отношении большую пользу рынку и остальным акционерам могли бы принести институциональные инвесторы. Поскольку такие инвесторы, прежде чем открыть крупные торговые позиции, как правило, проводят довольно тщательные исследования, то это могло бы способствовать повышению эффективности рынка. Однако привлечение институциональных инвесторов к процессам принятия решений в публичных компаниях является, видимо, задачей не из легких.<sup>34</sup>

К примеру, использование номинальных и омнибусных счетов размывает истинную картину, касающуюся структуры собственности и контроля, что затрудняет руководству публичной компании возможность инициировать содержательный диалог с инвесторами. Очевидно, что для идентификации институциональных бенефициарных собственников одной лишь европейской Директивы о прозрачности с ее пороговыми значениями недостаточно.

---

<sup>31</sup> См. European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/12/EC, COM (2011) 683 final, 25 October 2011.

<sup>32</sup> См. European Central Bank and Target 2 Securities, T2S Taskforce on Shareholder Transparency – Final Report to the T2S Advisory Group, Version: 28 February 2011. See also Le club des juristes (Commission Europe), *Recommendations and Best Practice for Issuers and Institutional Investors*, April 2010.

<sup>33</sup> См. C. Van der Elst and E.P.M. Vermeulen, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics 2011-2 Working Paper (available at <http://ssrn.com/abstract=1860144>).

<sup>34</sup> См. OECD, “Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages”, June 2009.

### **Вставка 3. Пояснение терминов, используемых для описания структуры владения акциями**

**«Акционеры первого уровня»:** информация о них доступна на уровне владельца счета в Центральном депозитарии ценных бумаг (ЦДЦБ). Владелец счета может быть фактическим (бенефициарным) собственником акций, но обычно это не так. Если посредник, имеющий счет в ЦДЦБ, держит свои ценные бумаги на отдельных субсчетах по каждому клиенту, то владельцы этих субсчетов также называются «акционерами первого уровня». В некоторых юрисдикциях такие владельцы счетов считаются акционерами, имеющими право голоса. Такое правило действует, например, в Австрии, Эстонии, Испании, Ирландии, Словении и Соединенном Королевстве.

**«Акционеры второго и последующего уровней»:** посредники, владеющие акциями в качестве номинальных владельцев, или действующие в качестве владельцев омнибусных счетов.

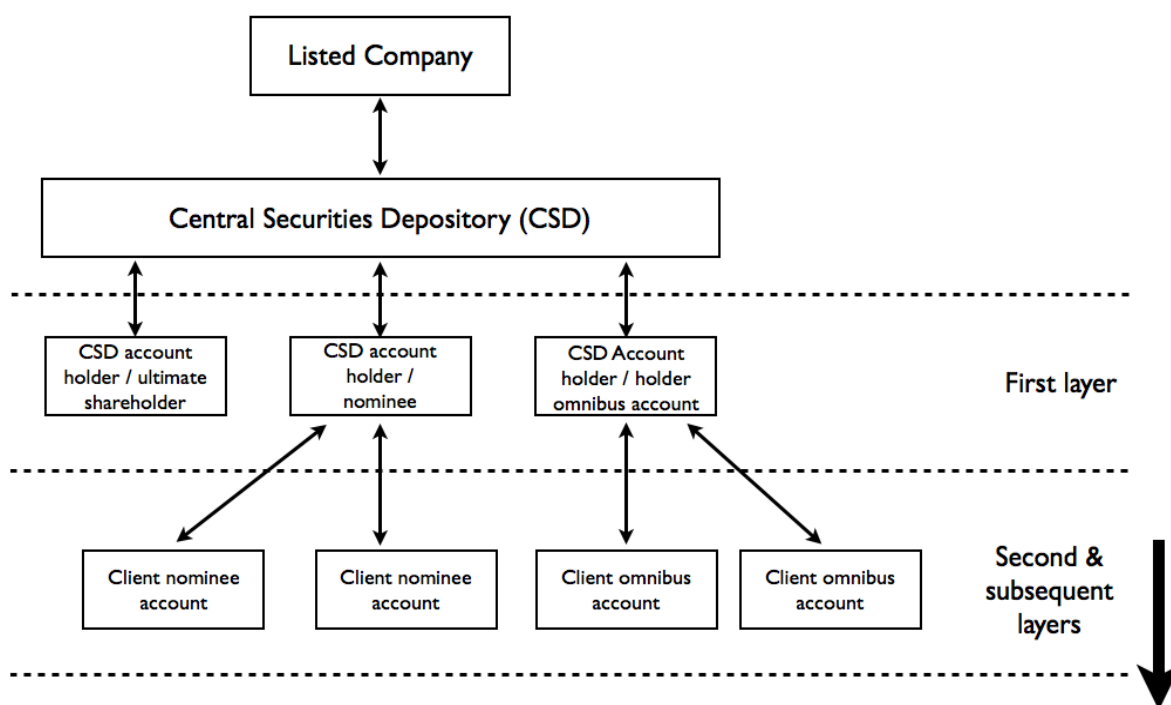
**«Конечные акционеры»:** конечный инвестор, или бенефициарный собственник. В большинстве стран-членов Евросоюза *акционерами* считаются инвесторы именного этого, конечного уровня. Такое правило действует в Бельгии, Болгарии, на Кипре, в Германии, Финляндии, Франции, Греции, Италии, Литве, Латвии, Нидерландах, Польше, Португалии, Румынии и Швеции.

*Источник:* по материалам: (1) European Central Bank and Target 2 Securities, T2S Taskforce on Shareholder Transparency – Final Report to the T2S Advisory Group, 28 February 2011, (2) European Central Bank and Target 2 Securities, *Market Analysis of Shareholder Transparency Regimes in Europe*, 9 December 2010, and (3) Rejaul Karim Byron and Gazi Towhid Ahmed, Omnibus account used as umbrella: Stock crash probe finds top share culprits hid their identities, trail of foul play, The Daily Star, 11 April 2011.

Инфраструктура корпоративного управления многих государств-членов Евросоюза предусматривает нормы и правила, позволяющие публичным компаниям запрашивать сведения о личности акционеров в связи с их участием в голосовании на общих собраниях акционеров<sup>35</sup>. Однако какого-либо единого общеевропейского механизма, который позволял бы публичным компаниям получать информацию о личности всех конечных собственников акций, пока не существует. В этой связи были выдвинуты предложения о внесении в Директиву о прозрачности некоторых поправок, направленных на усовершенствование инфраструктуры корпоративного управления. Основная идея этих предложений заключается в том, чтобы ввести действующий на всей территории ЕС механизм идентификации акционеров, который позволял бы публичным компаниям получать информацию об акционерах первого, второго и всех последующих уровней, независимо от того, являются ли они владельцами акций на предъявителя или владельцами номинальных или омнибусных счетов. На рис. 3 показана возможная организация структуры владения акциями, а также – что еще важнее – способы получения информации об этом. Пояснения некоторых терминов, которые наиболее часто используются для описания видов акционеров и структуры собственности, приведены во Вставке 3.

<sup>35</sup> В соответствии с Директивой Европейского парламента и Совета о реализации прав акционеров публичных компаний (Директива 2007/36/ЕС от 11 июля 2007 г.), государства-члены ЕС могут разрешать компаниям идентифицировать своих акционеров до предоставления им возможности осуществления своих прав на голосование на общем собрании акционеров и прав на получение информации.

Рис. 3. Многоуровневая структура собственности



It depends on the corporate governance infrastructure of a country whether information about the beneficial owners is easily accessible or not. For instance, in Europe, most Member States have information going as far as the final layer for domestic participants. However, if shares are held through a foreign intermediary, only first layer information is usually available.

Listed company	Публичная компания
Central Securities Depository (CSD)	Центральный депозитарий ценных бумаг (ЦДЦБ)
First layer	Первый уровень
CSD account holder / ultimate shareholder	Владелец счета в ЦДЦБ / конечный акционер
CSD account holder / nominee	Владелец счета в ЦДЦБ / номинальный владелец
CSD account holder / holder omnibus account	Владелец счета в ЦДЦБ / владелец омнибусного счета
Client nominee account	Клиент, в интересах которого действует номинальный владелец счета
Client nominee account	Клиент, в интересах которого действует номинальный владелец счета
Client omnibus account	Клиент, в интересах которого действует владелец омнибусного счета
Client omnibus account	Клиент, в интересах которого действует владелец омнибусного счета
Second & subsequent layers	Второй и последующие уровни

**Доступность информации о бенефициарных собственниках зависит от действующей в стране инфраструктуры корпоративного управления. Например, в большинстве стран-членов Евросоюза от участников внутреннего рынка требуется раскрытие информации о конечных акционерах. Но если владение акциями осуществляется через иностранного посредника, то доступной бывает, как правило, только информация о владельцах счетов первого уровня.**

*Источник:* по материалам проекта Европейского центрального банка по организации расчетов ценными бумагами в системе TARGET2 SECURITIES, T2S Taskforce on Shareholder Transparency – Final Report to the T2S Advisory Group, Version: 28 February 2011; European Central Bank and Target 2 Securities, *Market Analysis of Shareholder Transparency Regimes in Europe*, 9 December 2010.

В следующем разделе мы сравним европейский режим прозрачности и раскрытия информации с аналогичными нормами и правилами, действующими в США и странах Азии; особое внимание при этом будет уделено различиям в этих режимах. Прежде всего мы рассмотрим, как осуществляется реализация соответствующей директивы Евросоюза в Италии, сопоставив это с опытом стран Азии, где в очень многих публичных компаниях концентрация акционерной собственности довольно высока, и с ситуацией в США, для рынка которых характерна распыленная структура собственности.

## **2.1 Сравнительный обзор**

### **2.1.1 Италия**

В Италии Консолидированный закон о финансах и Правила CONSOB для эмитентов (CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - это итальянский финансовый регулятор, Комиссия по акционерным обществам и биржам) содержат положения, требующие раскрытия информации о физических владельцах акций в случаях, когда размер пакета достигает определенных пороговых значений. Первым из таких пороговых значений, которое отличается от установленных в Директиве о прозрачности, является 2%. Дальнейшие пороговые значения установлены на уровне 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 66.6%, 75%, 90% и 95%. Раскрытию также подлежит информация об открытии длинных и коротких позиций по производным финансовым инструментам, если размер этих позиций достигает следующих пороговых значений: 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% и 75%.

Несмотря на установленный в Италии минимальный порог в размере 2%, справедливо будет сказать, что международной нормой в отношении раскрытия информации о бенефициарных собственниках является все-таки не 2%, а 5%. В странах, где действуют более жесткие правила – например, в Италии и, как мы увидим далее, в Малайзии, - приняты или принимаются меры к тому, чтоб эти правила изменить. Например, есть данные, что в Италии институциональные инвесторы скрывают свое участие в компаниях, если его размер лишь немного не достигает пороговых 2%. Они не хотят раскрывать информацию о своих позициях, что, без сомнения, приводит к повышению издержек соблюдения действующего законодательства. Поэтому не удивительно, что в 2009 г. итальянский финансовый регулятор (CONSOB) решил повысить этот порог для определенных категорий инвесторов – например, для взаимных фондов. Но этой меры, по всей видимости, все-таки недостаточно. Давление, оказываемое на итальянского регулятора в целях смягчения действующих правил для всех инвесторов, хоть и медленно, но растет.

Проблема создания эффективного режима раскрытия информации в Италии очевидна. С одной стороны, в стране наблюдается тенденция к введению более гибких и сбалансированных требований. С другой же стороны, CONSOB явно ищет способы ужесточить режим раскрытия информации. Так, например, в мае 2011 г. CONSOB выпустил консультативный документ о расширении обязательств по раскрытию информации об открытых позициях по производным финансовым инструментам с денежными расчетами, базисным активом которых являются акции публичных компаний. Конечный контролирующий собственник обязан подавать уведомления о крупных пакетах акций, владельцем которых он является (напрямую, через дочерние структуры, контролируемые предприятия, трасты, а также через номинальных владельцев). Существует стандартная форма для предоставления такой информации. Эту форму акционер заполняет и предоставляет CONSOB и соответствующей публичной компании-эмитенту в течение пяти торговых дней с момента достижения соответствующего порогового значения. После проверки правильности этой информации CONSOB в течение трех торговых дней осуществляет ее публичное раскрытие, размещая эту информацию на своем сайте.



Сайт CONSOB ([www.consob.it](http://www.consob.it)) является общедоступным Интернет-ресурсом, содержащим огромное количество актуальной информации о структурах собственности и контроля публичных компаний. На этом сайте итальянские и иностранные инвесторы, а также другие заинтересованные стороны могут найти подробные сведения о владельцах крупных пакетов акций (имена лиц, которые прямо или косвенно, единолично или совместно с другими лицами владеют в общей сложности более чем 2% акционерного капитала публичных компаний). Этот сайт имеет очень дружелюбный пользовательский интерфейс, позволяющий, например, визуализировать структуру собственности и контроля над компанией, получив эти сведения в виде круговой диаграммы. Информация о «серьезных» изменениях в структуре владения акциями содержится в отдельном разделе. То же касается и «потенциальных» изменений, обусловленных сделками с производными финансовыми инструментами.

### **2.1.2 Соединенные Штаты Америки**

В Соединенных Штатах основным инструментом, регулирующим вопросы отчетности и раскрытия информации о структурах собственности и контроля в публичных компаниях, является Закон о фондовых биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). Согласно разделам 13(d) и 13(g) этого Закона, лицо, являющееся бенефициарным собственником более чем 5% каких-либо долевых ценных бумаг, обязано в течение 10 календарных дней после достижения или превышения установленного в Разделе 13(d) порогового значения раскрывать информацию об этом. В указанных разделах Закона о фондовых биржах определение понятия «бенефициарный собственник» не дается. Однако Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) были приняты гибкие правила, определяющие те условия, при которых лицо является или может считаться бенефициарным собственником. Так, правило 13d-3 Закона о фондовых биржах содержит объективные критерии, на основании которых можно установить, в каких случаях лицо является или может считаться бенефициарным собственником для целей Раздела 13(d). Применение правила 13d-3 предусматривает индивидуальный подход к вопросу об отнесении лица к категории бенефициарных собственников.<sup>36</sup>

На самом деле Комиссия по ценным бумагам и биржам не занимается выяснением вопроса о бенефициарной собственности по каждому конкретному инвестору в отдельности. Вместо этого инвесторам и их консультантам просто нужно применять правила SEC и самостоятельно определять, в каких случаях и каким образом им следует предоставлять отчетность о бенефициарной собственности; установленные в этих правилах общие принципы допускают при применении понятия «рыночная практика» определенную гибкость в зависимости от конкретных обстоятельств. Иногда сотрудники SEC могут дать инвестору, по его просьбе, неофициальные рекомендации в отношении какого-либо конкретного случая в форме так называемого «письма об отказе от судебного преследования» (так называется письмо, выдаваемое Комиссией по ценным бумагам и биржам, в котором Комиссия подтверждает свое согласие не инициировать гражданского или уголовного преследования по поводу определенного действия или случая). Но чаще всего сотрудники SEC публикуют общие рекомендации для инвесторов в форме инструкций, касающихся толкования соответствующих положений о соблюдении установленных норм и правил раскрытия информации («Compliance and Disclosure Interpretations»), в которых излагается позиция Комиссии по поводу того, как следует интерпретировать и применять действующие правила в конкретных ситуациях. Кроме того, сотрудники Комиссии время от времени изучают ситуацию на рынке, с тем чтобы установить необходимость внесения изменений в действующие правила или инструкции.

В принципе, в соответствии с Правилom 13d-3(a), бенефициарным собственником считается лицо, которое может прямо или косвенно голосовать, распоряжаться или управлять голосованием или распоряжением классами долевых ценных бумаг, зарегистрированных в

<sup>36</sup> См. Securities and Exchange Commission, “Beneficial Ownership Reporting Requirements and Security-based Swaps”, (SEC Release No. 34-64628, June 8, 2011).

соответствии с положениями Раздела 12 Закона о фондовых биржах. Требования, предъявляемые к отчетности о бенефициарной собственности, позволяют инвесторам и соответствующей публичной компании получать информацию о концентрации голосующих долевых ценных бумаг этой компании, в результате чего контроль над ней может измениться. Эта нормативно-правовая база регулирует систему отчетности для целей сбора и распространения информации о собственности на долевые ценные бумаги публичных компаний. Как уже говорилось, эти правила прописаны в Разделах 13(d) и 13(g) Закона о фондовых биржах.

В соответствии с Разделом 13(d) и Формой 13D (Schedule 13D), бенефициарный собственник обязан раскрывать информацию о происхождении, личности, месте жительства и гражданстве, а также о характере бенефициарной собственности лица, а также всех других лиц, которыми или от имени которых были осуществлены или должны быть осуществлены соответствующие приобретения. Раскрытию также подлежат сведения о количестве акций, находящихся в собственности таких лиц, и об источнике средств, используемых ими для покупки акций, а если целью покупки является получение контроля над публичной компанией, - то и о планах приобретателя относительно ее ликвидации, продажи ее активов, слияния с другими компаниями и о ряде других возможных сделок.

В соответствии с положениями Раздела 13(d)(2) Закона о фондовых биржах и соответствующего Правила 13d-2(a), все существенные изменения информации, раскрываемой в соответствии с Формой 13D (Schedule 13D), должны были указаны в отдельном приложении. Согласно Правилу 13d-2(a), существенным считается приобретение или отчуждение бенефициарного права собственности на ценные бумаги в размере, эквивалентном 1% или более ценных бумаг определенного класса, хотя, в зависимости от определенных фактов и обстоятельств, существенным может быть признано также приобретение или отчуждение пакета ценных бумаг меньшего размера. Раскрытию подлежат и другие существенные изменения информации, подлежащей раскрытию. Все приложения и поправки к Форме 13D (Schedule 13D) должны незамедлительно подаваться через систему EDGAR - Электронную систему сбора, анализа и поиска данных Комиссии по ценным бумагам и биржам. Система EDGAR осуществляет автоматизированный сбор, проверку, индексацию, принятие и пересылку информации от компаний и других лиц, которые по закону обязаны подавать сведения в Комиссию. Система EDGAR позволяет повысить эффективность и справедливость финансового рынка за счет ускорения процессов получения, принятия, распространения и анализа подаваемой в Комиссию оперативной информации о бенефициарной собственности и контроле над компаниями. Кроме того, на сайте Комиссии по ценным бумагам биржам содержится информация о судебных процессах с участием SEC, в том числе сведения о гражданских исках, рассматриваемых в федеральном суде, административных производствах в отношении SEC, а также о временном прекращении торговли.

В связи с финансовым кризисом в США возникли проблемы, аналогичные тем, которые мы наблюдали в Европе: там тоже был поставлен вопрос о необходимости ужесточения режима раскрытия информации, предусмотренного Разделом 13(d). Так, например, Раздел 766 подписанного в 2010 году Закона Додда-Фрэнка о реформе финансового сектора и защите прав потребителей дополнил Закон о фондовых биржах, в результате чего в него был включен Раздел 13(o), в соответствии с которым «лицо считается приобретающим бенефициарное право собственности на ценные бумаги в случае покупки или продажи свопа, в основе которого лежат те или иные ценные бумаги», если Комиссия по ценным бумагам и биржам по итогам консультаций с регулирующими органами и Секретарем Казначейства в установленном порядке примет соответствующее решение в отношении такой покупки или продажи данного производного финансового инструмента. Однако 8 июня 2011 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам отменила внесенные поправки, приняв соответствующие положения действующих Правил 13d-3 и 16a-1 Закона о фондовых биржах в их прежней редакции и отказавшись менять подход в отношении производных финансовых инструментов на акции с денежными

расчетами для целей определения понятия «бенефициарная собственность» на ценные бумаги в соответствии с Разделами 13 и 16 Закона о фондовых биржах.

### **2.1.3 Кумай**

Нормы и правила в отношении отчетности и раскрытия информации о структурах бенефициарной собственности и контроля в публичных компаниях прописаны в законах Китайской Народной Республики «О компаниях» и «О ценных бумагах», в Постановлении об административных мерах, касающихся раскрытия информации публичными компаниями, и, в зависимости от того, на какой из бирж зарегистрирована компания, Правилами, регулируемыми листинг ценных бумаг на Шанхайской фондовой бирже, или Правилами, регулируемыми листинг ценных бумаг на Шеньженской фондовой бирже.

Закон Китая «О ценных бумагах» и соответствующие постановления гласят, что любая публичная компания в своем годовом и полугодовом отчетах обязана раскрывать информацию о бенефициарной собственности и правах голоса своих крупных акционеров. Эта информация включает в себя следующие сведения: (1) общее количество акционеров по состоянию на конец отчетного периода; (2) имена акционеров, владеющих 5% и более находящихся в обращении акций компании, а также данные об изменениях во владении акциями. Следует отметить, что эти постановления также предусматривают, что любое лицо, не являющееся физическим акционером компании, но обладающее возможностью осуществления фактического контроля за действиями компании посредством инвестиционных отношений, соглашений или иным способом, считается «контролирующим» лицом и, соответственно, обязан соблюдать правила, действующие в отношении раскрытия информации.

Кроме того, в соответствии со Статьей 3 Постановления об административных мерах, касающихся раскрытия информации публичными компаниями, директора публичных компаний должны обеспечивать правильность и полноту раскрываемой информации. В Статье 24 этого Постановления указано также, что директора компании подписывают и утверждают регулярную отчетность компании, а если они не имеют возможности подтвердить содержащуюся в отчетности информацию, то они должны включить в отчет свои заключения в этой связи.

Наконец, в Статье 90 Кодекса корпоративного управления для публичных компаний указано, что секретарь совета директоров может, по усмотрению компании, дополнить нормы и правила в отношении информации, подлежащей раскрытию. Например, компания может издать правила внутреннего распорядка, касающиеся процедуры консультаций, которая позволит удостовериться в правильности раскрываемой информации. В соответствии со Статьями 87 – 89, компания несет ответственность за надлежащее раскрытие информации. Информация о бенефициарной собственности и о контроле над компанией подлежит раскрытию перед соответствующей фондовой биржей, а также перед Комиссией по ценным бумагам Китая (CSRC).

### **2.1.4 Индонезия**

В Индонезии инвесторы обязаны соблюдать ряд законодательных и нормативных положений, касающихся отчетности и раскрытия информации о прямом владении акциями. Примерами таких положений могут служить Правило № Х.К.6 и Правило № Х.М.1 индонезийского финансового регулятора - Агентства по надзору за деятельностью финансовых учреждений и рынков капитала (Варерам-ЛК). В соответствии с Правилом № Х.К.6 Варерам-ЛК, в котором прописаны обязательства о предоставлении годовой финансовой отчетности, публичные компании обязаны ежегодно раскрывать информацию о крупных пакетах акций, принадлежащих прямым акционерам, владеющим 5% и более акций компании.

Эта информация также публикуется на сайте Индонезийской фондовой биржи ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Правило № X.M.1 Варерам-LK требует, чтобы все крупные прямые акционеры, которым принадлежат 5% находящихся в обращении акций компании, в течение десяти дней с даты совершения сделки подавали в Агентство по надзору за деятельностью финансовых учреждений и рынков капитала (Варерам-LK) отчет, содержащий сведения об их владении акциями. Копию этого отчета следует также представить на Индонезийскую фондовую биржу и в Клиринговую палату Индонезии. Отчет должен содержать, как минимум, следующую информацию: (1) имя, адрес и гражданство акционера; (2) количество приобретенных или проданных акций; (3) цену продажи или приобретения; (4) дату совершения сделки; и (5) цель совершения сделки.

Что касается «акционеров первого уровня», то Правило № X.C.1 Варерам-LK обязывает Центральный депозитарий ценных бумаг Индонезии (PT Kustodian Sentral Efek Indonesia – KSEI) незамедлительно сообщать в Варерам-LK обо всех случаях приобретения зарегистрированным «акционером» 5% и более акций. Эта информация должна, помимо прочего, включать следующие сведения: (1) имя владельца счета ценных бумаг; (2) имя клиента (владельца субсчета ценных бумаг); (3) адрес (если есть) и гражданство (или юридический адрес компании); (4) название публичной компании; и (5) дату совершения сделки.

### **2.1.5 Малайзия**

Основные требования к отчетности и раскрытию информации о бенефициарной собственности и контроле над компаниями содержатся в следующих документах: (1) в законе Малайзии «О компаниях» 1965 года; (2) в законе Малайзии «О рынках капитала и услугах» 2007 года (CMSA), (3) в законе «Об индустрии ценных бумаг (о Центральном депозитарии)» 1991 года (SICDA); (4) в Требованиях листинга Малазийской фондовой биржи (Bursa Malaysia Securities Berhad), далее – «Требования листинга»; и (5) в Правилах Депозитария Фондовой биржи Малайзии (Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd), далее – «Правила Депозитария». Более подробно эти требования описаны ниже.

#### **2.1.5.1 Закон «О компаниях»**

В соответствии с Разделом 158 закона Малайзии «О компаниях» (последние изменения в этот закон были внесены в 2006 г.), компании обязаны вести реестры своих членов. Общедоступным этот реестр не является, но может быть бесплатно предоставлен для проверки любому члену компании [Раздел 160(2)]. Этот реестр содержит следующую информацию [Раздел 158(1)]: имена, адреса, номера удостоверений личности, сведения о гражданстве и другую необходимую информацию о членах компании; сведения о количестве акций, которыми владеет каждый член компании, и о сумме, которую он за них внес или которая считается внесенной за них каждым членом компании; дата вступления в члены компании или дата прекращения членства в компании каждого из ее членов; а также даты всех распределений акций между членами компании и количество акций в каждом распределении. Член компании имеет право запросить у компании копию реестра ее членов, но только в той его части, где указаны имена, адреса, количество акций во владении и сумма, за них уплаченная; за предоставление этого документа член компании должен уплатить сумму, эквивалентную 1,00 малазийскому ринггиту за каждые 100 слов [Раздел 158(3)].

Помимо этого реестра акционеров, компании должны также вести отдельные реестры крупных акционеров (Раздел 69L), содержащие следующую информацию: (1) имена, сведения о гражданстве, адреса крупных акционеров и полные реквизиты голосующих акций компании, в которых крупные акционеры имеют долю или доли, все данные об этих долях и причины участия акционера в капитале компании [Раздел 69E (1)]; или (2) в случае изменения размеров этой доли или долей - все данные об этих изменениях, включая дату изменений и описание

обстоятельств, по причине которых эти изменения произошли [Раздел 69F (1)]; или (3) в случаях, когда лицо перестает быть крупным акционером, - имя этого лица и дата, по состоянию на которую это лицо перестает быть крупным акционером, а также подробное объяснение причин, по которым данный акционер перестает быть крупным акционером компании [Раздел 69g (1)].

Акционер, являющийся владельцем крупного пакета акций компании, обязан обеспечить, чтобы в течение семи дней после того, как он стал крупным акционером этой компании, компании было направлено уведомление о том, что он имеет существенную долю участия в капитале этой компании (Раздел 69E); а также о любых изменениях в размере этой существенной доли (Раздел 69F), в том числе в тех случаях, когда данный акционер перестает быть крупным акционером (Раздел 69g). Крупным акционером является лицо (в том числе физическое лицо, вне зависимости от того, является ли оно гражданином или не гражданином Малайзии, или юридическое лицо, вне зависимости от того, ведет ли оно бизнес на территории Малайзии или нет, - Раздел 69C), которое владеет 5% и более голосующих акций компании (Раздел 69d). Понятие «доля участия» здесь толкуется достаточно широко и включает предполагаемую долю, возникающую, например, в связи с заключением контракта на покупку акций, с правом на приобретение доли или участия в капитале компании в соответствии с опционом (Раздел 6A).

Раздел 69O также предусматривает, что любая публичная компания может потребовать от любого из своих членов: (1) проинформировать компанию о том, владеет ли ее член голосующими акциями компании на правах бенефициарного или доверительного собственника; и (2) если член компании владеет ее голосующими акциями на правах доверительного собственника, то он по возможности должен предоставить компании сведения о тех лицах, в интересах которых он осуществляет это свое право; кроме того, компания может: (3) потребовать от любого из своих членов проинформировать ее о том, являются ли какие-либо права голоса в компании предметом какого-либо соглашения или договоренности, в соответствии с которыми право контролировать осуществление этих прав получает какое-либо другое лицо. Публичная компания может также потребовать предоставления аналогичной информации от любого другого лица, владеющего ее голосующими акциями. Кроме того, Закон о компаниях дает Регистратору компаний при Комиссии по делам компаний право требовать от компаний, а также от других юридических и физических лиц предоставления сведений обо всех долях в компании, приобретенных ими или находящихся у них в собственности прямо или косвенно, в личных интересах или в интересах других компаний или юридических и физических лиц, и потребовать от них официального подтверждения этих данных в письменной форме (Раздел 69A). Запрашиваемая информация может быть представлена в электронном виде. Кроме того, документы можно загрузить через Интернет.

#### *2.1.5.2 Требования листинга*

Помимо подробных правил, прописанных в законе о компаниях, в Малайзии действуют и другие требования в отношении раскрытия информации. Так, например, Требования листинга содержат следующие ключевые правила раскрытия информации о собственности и контроле: публичные компании обязаны незамедлительно сообщать обо всех полученных ими уведомлениях, касающихся крупных пакетов акций [пункты 9.19(17) и (18)], а также о любых изменениях в структуре контроля публичных эмитентов [пункт 9.19(41)].

Кроме того, все публичные компании обязаны включать в свой годовой отчет раздел, содержащий следующие сведения (пункт 23 Приложения 9C): имена крупных акционеров (за исключением пассивных правообладателей) и их прямые и косвенные доли участия в капитале, с указанием количества и процентной доли акций, в которых они имеют долю в соответствии с реестром крупных акционеров; доли прямого и косвенного участия каждого из директоров компании (в том числе сведения о количестве и процентной доле его участия) в капитале

публичной компании-эмитента или связанной с ней корпорации, в соответствии с реестром акционеров, являющихся директорами компании; количество держателей каждого класса долевых ценных бумаг и всех конвертируемых ценных бумаг и соответствующих каждому классу прав голоса; схема распределения всех классов долевых ценных бумаг и всех конвертируемых ценных бумаг с указанием количества держателей и их долей участия в капитале компании в процентах; имена 30 владельцев счетов ценных бумаг, имеющих наибольшее количество ценных бумаг каждого класса долевых и конвертируемых ценных бумаг в соответствии с Реестром вкладчиков, с указанием этого количества и размера доли участия в процентах.

Поддача уведомлений, которые публичные компании обязаны делать в соответствии с Требованиями листинга, может производиться через информационную сеть Малазийской фондовой биржи («Bursa LINK»). Bursa LINK представляет собой электронную платформу, которая позволяет автоматизировать процессы получения, распространения, хранения и извлечения объявлений, проспектов, циркуляров, информационных меморандумов, ежеквартальных и годовых отчетов и других документов публичных компаний. Bursa LINK не только обеспечивает пользователям простую возможность загрузки информации, но и позволяет регуляторам, инвесторам и другим участникам рынка мгновенно получать информацию о структурах бенефициарной собственности компаний и контроля над ними.

### *2.1.5.3 Правила Депозитария*

И, наконец, в соответствии с законом «Об индустрии ценных бумаг (о Центральном депозитарии)» 1991 года (SICDA), открытие всех счетов ценных бумаг в центральном депозитарии (т.е. в Депозитарии Фондовой биржи Малайзии) производится на имя бенефициарного собственника депонируемых ценных бумаг либо на имя уполномоченного номинального собственника (который является лицом, уполномоченным действовать в качестве номинального владельца в порядке, установленном Правилами Депозитария) [Раздел 25(4)]. Кроме того, согласно Правилам Депозитария, если счет ценных бумаг открывается на имя уполномоченного номинального владельца, то этот уполномоченный номинальный владелец обязан: (1) используя специальную форму, указать имя бенефициарного собственника счета [Правило 25.02B(2)]; и (2) предоставить центральному депозитарию сведения об имени этого бенефициарного собственника и другую необходимую информацию о нем [Правило 25.02(4)]. В случае непредоставления уполномоченным номинальным владельцем необходимых сведений в соответствии с Правилем 25.04 центрального депозитария последний имеет право отозвать полномочия данного уполномоченного номинального владельца, касающиеся его возможностей действовать в качестве такового, приостановить действие одного или всех счетов ценных бумаг, открытых на имя этого номинального владельца на срок по усмотрению центрального депозитария, а также издать инструкцию, директиву или наложить соответствующее условие, которые данный уполномоченный номинальный владелец обязан выполнить [Правила 25.02(5) и (6)].

Таким образом, даже если компаниям, являющимся попечителями или номинальными владельцами, разрешается управлять омнибусными счетами, то они все равно обязаны по требованию регулятора (Комиссии по ценным бумагам Малайзии) раскрывать информацию о бенефициарных собственниках депонированных ценных бумаг. В случае неисполнения ими этих обязательств они будут подвергнуты санкциям в установленном порядке.<sup>37</sup> Следует отметить, однако, что предоставление кому бы то ни было какой бы то ни было информации или документа, касающихся деятельности любого из вкладчиков и, в особенности, информации или документа, имеющих отношение к их счетам ценных бумаг, законом запрещено (Разделы 43 и 44 SICDA). В Разделе 45 перечислены случаи и указаны те лица, перед которыми такая информация может быть раскрыта: например, если вкладчик дал свое

<sup>37</sup> См. раздел 5 настоящего документа.

согласие на раскрытие информации или если такое раскрытие необходимо в публичных интересах.

## 2.2 Основные выводы и ключевые идеи

Так каким же, с учетом изложенных фактов, получается баланс между выгодами и издержками режимов отчетности и раскрытия информации в рассмотренных странах (см. таблицу 3)? Ну, выгоды понятны и хорошо известны: это возможность предоставления миноритарным инвесторам и другим заинтересованным сторонам необходимой информации о бенефициарных собственниках публичных компаний и тех схемах контроля, которые эти собственники используют. Без этой информации миноритарные акционеры публичных компаний и остальные заинтересованные стороны недостаточно защищены от манипулирования рынком и других злоупотреблений со стороны контролирующих собственников.

В этом смысле вполне закономерным представляется тот факт, что Малайзия считается одним из региональных лидеров в области защиты интересов миноритариев.<sup>38</sup> Система раскрытия информации в Малайзии очень подробная и практически исчерпывающая. В этом отношении ее можно рассматривать как строгую систему правил, предусматривающую высокий уровень требований к отчетности и раскрытию информации, а также, что не менее важно, простой электронный доступ к информации о структуре собственности публичных компаний и контроля над ними. Миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны могут даже получить информацию о конечных собственниках, если эти бенефициарные собственники считаются крупными акционерами, владеющими, прямо или косвенно, не менее чем 5% находящихся в обращении акций компании.

Четкие, простые и при этом гибкие правила, обеспечивающие прозрачность различных уровней владения акциями, действуют и в США. Имеющая заслуженно высокую репутацию система EDGAR, доступ к которой осуществляется через Интернет, обеспечивает подробную и самую актуальную информацию о публичных компаниях, благодаря чему у компаний появляется возможность приобрести репутацию компетентных и надежных объектов для инвестирования. Здесь стоит также упомянуть о том, что итальянский финансовый регулятор CONSOB не только обеспечивает услуги Интернет-портала с простым и дружелюбным интерфейсом, но и дает пользователям возможность получить визуальное представление о структуре собственности публичных компаний.

Что касается издержек<sup>39</sup> обсуждавшихся здесь правил отчетности и раскрытия информации, то они, вроде бы, не очень высоки. Однако, как мы могли убедиться, чересчур жесткие правила могут препятствовать вовлечению крупных внешних акционеров в диалог с менеджментом публичных компаний, если управление этими компаниями осуществляется недостаточно эффективно, а это увеличивает «издержки вертикальных агентских взаимоотношений».

Кроме того, режимы отчетности, предусматривающие подробное и обязательное раскрытие информации и едва ли допускающие хотя бы какую-то гибкость, могут иметь контрпродуктивный эффект. Чтобы в этом убедиться, рассмотрим следующие аргументы. Строгость режима раскрытия информации зачастую имеет несоразмерные последствия для финансовых рынков – в том смысле, что для публичных компаний, их инвесторов и надзорных органов такая строгость приводит к чрезмерным издержкам соблюдения действующего

---

<sup>38</sup> См. WorldBank IFC, “Doing Business 2011, Making a Difference for Entrepreneurs”, ([www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)).

<sup>39</sup> См. L. Enriques, M. Gargantini and V. Novembre, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, Uniform Law Review 15, 2010. См. также раздел 1.1.3 настоящего документа.



законодательства. Более того, такие режимы, как правило, усугубляют информационную перегрузку, которая финансовым рынкам присуща и без того.<sup>40</sup>

В Малайзии эти издержки стали главной причиной реформирования в 2005 году нормативно-правовой базы, регулирующей вопросы раскрытия информации о бенефициарной собственности. До азиатского финансового кризиса 1997 г. в Малайзии действовали очень простые базовые правила в отношении бенефициарной собственности. В целях восстановления доверия инвесторов к финансовому рынку правительство отреагировало на кризис введением подробных, но абсолютно негибких правил раскрытия информации. Однако издержки, связанные с этой негибкостью, негативно повлияли на репутацию и инвестиционную привлекательность Малайзии, в особенности для иностранных инвесторов. В конечном итоге все это привело к тому, что в 2005 году правительство пересмотрело действующие правила, облегчив действующий в стране режим раскрытия информации.<sup>41</sup>

Как следует из приведенного выше сравнительного обзора, в настоящее время в большинстве юрисдикций действуют хорошо сбалансированные режимы. Например, основными чертами американской системы являются гибкость и пропорциональность. В этой системе отнесение лица к категории бенефициарного собственника производится с учетом всех соответствующих фактов и обстоятельств. В наш век информационных технологий наиболее очевидным вызовом является создание такой нормативно-правовой базы, которую было бы легко приспособить к изменениям на рынке и к развитию финансовых технологий. Пожалуй, преимуществом американского подхода является именно то, что он позволяет приспособлять режим отчетности и раскрытия информации к технологическому прогрессу и развитию инструментов финансового рынка. Кроме того, американская система раскрытия информации допускает возможность ее надлежащего применения к различным видам бенефициарных собственников, преследующим разные инвестиционные цели. На одном конце спектра здесь находится Раздел 13(d) Закона о фондовых биржах, который требует, чтобы бенефициарные собственники, которые стремятся получить контроль над публичной компанией, предоставляли подробную информацию о своих конечных намерениях. На другом же конце спектра мы видим Раздел 13(g) этого Закона, который позволяет определенной категории «пассивных инвесторов», не имеющих намерения получить контроль над компанией (сюда относятся, в том числе, и профессиональные институциональные инвесторы, не имеющие целью получение контроля), заполнять соответствующие документы по упрощенной схеме.

Инсайдеры – в частности, директора и должностные лица компаний, являющиеся владельцами определенных видов долевых ценных бумаг, - обязаны предоставлять отчетность, в которой должно быть указано количество долевых ценных бумаг, бенефициарным собственником которых является данный инсайдер, в соответствии с положениями Раздела 16 Закона о фондовых биржах. Если сравнить содержание Раздела 13 с содержанием Раздела 16, становится понятно, что в американской системе проводится четкое различие между крупными внешними и крупными внутренними акционерами. Рассмотрим в этой связи следующее положение Раздела 16: «для целей предотвращения недобросовестного использования информации, которую (инсайдер) может получить в связи с его взаимоотношениями с данной (публичной компанией), любая прибыль, получаемая им в связи с любой покупкой и продажей или в связи с любой продажей и покупкой любых долевых ценных бумаг такого эмитента» в течение срока, не превышающего шести месяцев, относится на счет компании и может быть взыскана ею в судебном порядке. Понятно, что различие между крупными внутренними и крупными внешними акционерами актуально в том случае, если считается, что участие последних в деятельности компании существенно снижает

---

<sup>40</sup> См. В. Bloch, “Information Overload: How It Hurts Investors”, 28 April 2011 ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

<sup>41</sup> См. Nik Ramlah Mahmood, *Monitoring Beneficial Ownership, Challenges and the Way Forward for Indonesia*, presented at the OECD-Indonesia Policy Dialogue: Disclosure of Beneficial Ownership and Control, Bali, 5 October 2011.



«издержки вертикальных агентских взаимоотношений» благодаря тщательному мониторингу действий руководства.

Основных проблем, связанных с жесткостью и отсутствием гибкости режимов прозрачности, можно избежать и с помощью дополнительных механизмов расследования, которые публичные компании и государственные органы могут использовать по своему усмотрению. Примеры использования таких механизмов можно найти в Китае и Малайзии. Так, например, малазийские публичные компании имеют право требовать от своих акционеров предоставления подробной информации о бенефициарной собственности в дополнение к тем сведениям, которые подлежат раскрытию в соответствии с требованиями действующего законодательства. С аналогичным требованием может выступить и Регистратор компаний при Комиссии по делам компаний. Еще один пример дополнительных механизмов расследования содержится в малазийском законе «О рынках капитала и услугах» 2007 (CMSA). Так, Раздел 317(1) этого закона возлагает на директоров публичных компаний обязанность информировать компанию обо всех акциях, которыми они владеют. Комиссия по ценным бумагам может запросить эту информацию, если сочтет это необходимым. По-видимому, чаще всего этот механизм используется в тех случаях, когда директор компании считается ее крупным внутренним акционером (т.е. владельцем крупного пакета акций данной публичной компании).

Таблица 3. Выгоды и издержки режимов отчетности и раскрытия информации

Выгоды	Издержки
<p><b>Высокий уровень требований к отчетности и раскрытию информации</b></p> <p>Конечные контролирующие бенефициары</p> <p>Если целью приобретения является получение контроля над компанией, то информация о таких намерениях подлежит раскрытию</p> <p>Механизмы усиления контроля (<i>см. следующий Раздел</i>)</p> <p><b>Простой доступ к актуальной информации в режиме «реального времени» (через Интернет)</b></p> <p>Примеры: системы EDGAR, Bursa LINK, CONSOB</p> <p><b>Гибкие правила, позволяющие приспособить режим раскрытия информации к развитию технического прогресса и появлению инновационных финансовых инструментов</b></p> <p>Закон США о фондовых биржах (индивидуальный подход)</p> <p>Закон Малайзии «О рынках капитала и услугах» 2007 г. (правила о раскрытии дополнительной информации по запросу)</p>	<p><b>Жесткие и строгие нормы и правила</b></p> <p>Препятствуют вовлечению в процесс крупных внешних акционеров</p> <p>Издержки соблюдения действующего законодательства и административные издержки</p> <p><b>Информационная перегрузка</b></p> <p>Основное внимание следует уделять вопросам контроля над компаниями</p> <p>«Несущественную» информацию раскрывать не нужно</p>

В Малайзии, во избежание информационной перегрузки, механизмы расследования обеспечивают применение режима отчетности и раскрытия информации соразмерно и только тогда, когда это действительно необходимо. Похоже, что регулирующим и директивным органам Малайзии удалось реализовать у себя в стране продуманный режим отчетности и раскрытия информации, в котором наиболее пристальное внимание уделяется тем бенефициарным собственникам, которые стремятся получить контроль над публичными

компаниями. Как мы помним, режим отчетности и раскрытия информации может быть ориентирован на несколько категорий бенефициарных собственников: (1) пассивные бенефициарные собственники, которых интересует только цена акций компании; (2) бенефициарные собственники, которые отслеживают показатели публичных компаний и вступают в диалог с их менеджментом; и (3) бенефициарные собственники, которые стремятся получить контроль над публичной компанией. Кроме того, информация получаемая Депозитарием Фондовой биржи Малайзии от своих вкладчиков, общедоступной не становится.

Следует отметить, однако, что эффективность этих норм и правил в значительной степени зависит от возможностей применения регуляторами и другими государственными органами соответствующих механизмов принуждения к выполнению действующих законов и правил. Одна из проблем с инфраструктурой корпоративного управления в Малайзии действительно заключается в том, что, несмотря на большое количество законов и постановлений, регулирующих, в том числе, и вопросы раскрытия информации и прозрачности в публичных компаниях, в стране наблюдается существенный «разрыв между теорией и практикой».<sup>42</sup>

В заключительной части этого документа мы покажем, что Малайзия, путем усовершенствования своей правоприменительной системы, предприняла серьезные шаги по преодолению этого разрыва. И тем не менее, вне зависимости от ценности раскрываемой информации, рассматриваемые режимы раскрытия информации все равно не гарантируют получения полной картины, которая описывала бы реальную структуру собственности и контроля в публичной компании. Например, акционеры могут заключать соглашения, обеспечивающие им возможности контроля над компанией, превышающие те, которые им дает их право собственности (и при этом им не обязательно публично раскрывать свое истинное положение в компании). Информация о таких схемах должна обязательно подлежать раскрытию; то же касается и всех остальных так называемых «механизмов усиления контроля». Это нужно для того, чтобы получить правильное представление о структурах собственности и контроля публичных компаний. В следующем разделе мы обсудим законы и постановления, касающиеся механизмов усиления контроля, более подробно.

---

<sup>42</sup> См. The World Bank, *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)*, Corporate Governance Country Assessment, Malaysia, June 2005.

### III. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СХЕМАХ И МЕХАНИЗМАХ УСИЛЕНИЯ КОНТРОЛЯ

Пример Google (см. Вставку 1) показывает, что у миноритарных инвесторов вполне могут быть стимулы для приобретения акций публичной компании, которая использует те или иные механизмы усиления контроля, - разумеется, если эти механизмы отвечают установленным требованиям и конкретным потребностям компании в области корпоративного управления.<sup>43</sup> В целях защиты интересов миноритарных инвесторов законодательным и директивным органам следует рассмотреть возможность введения определенных обязательств в отношении прозрачности и раскрытия информации. В этом смысле стоит более внимательно изучить Директиву Европейского парламента и Совета ЕС о предложениях по поглощению.<sup>44</sup> Эта директива дополняет Директиву о прозрачности, вводя требования, согласно которым публичные компании обязаны предоставлять инвесторам точную информацию обо всех отклонениях от стандартного правила, в соответствии с которым право голоса (контроля) в компании должно быть эквивалентно тем правам, которые дает акционерам их право на денежные потоки (т.е. право собственности). В основе этой Директивы лежат два соображения. Во-первых, раскрытие информации о структуре собственности и контроля в компании позволяет инвесторам принимать информированные решения относительно своих инвестиций. Во-вторых, такое требование к отчетности препятствует отклонениям от признанной нормы корпоративного управления, согласно которой одной акции может соответствовать только один голос (правило «одна акция – один голос»).

Содержащееся в этой Директиве требование о прозрачности непосредственно касается раскрытия информации о бенефициарных собственниках и о механизмах усиления контроля.<sup>45</sup> Данная Директива может быть несовершенной в том смысле, что проблемы экспроприации миноритарных акционеров контролирующими бенефициарными собственниками она впрямую не решает, однако повышение требований к прозрачности и раскрытию информации так или

---

<sup>43</sup> См. Economist, *Dual-class share structures, The cost of control*, 23 July 2011.

<sup>44</sup> См. Directive 2004/25/EC.

<sup>45</sup> В частности, в соответствии со Статьей 10, компании обязаны публиковать подробную информацию о: 1) структуре уставного капитала компании, в том числе о ценных бумагах, которые не допускаются к торгам на регулируемом рынке, с указанием, в случае необходимости, различных классов акций, а для каждого класса акций – прав и обязанностей, предоставляемых этими акциями, а также о совокупной доле акционерного капитала, который они представляют (в процентах); 2) любых ограничениях, касающихся передачи акций; 3) крупных пакетах акций, принадлежащих акционерам прямо или косвенно (в том числе о косвенном владении акциями через пирамидальные структуры и о перекрестном владении акциями); 4) держателях любых ценных бумаг, предоставляющих особые права контроля над компанией, с описанием указанных прав; 5) системе контроля во всех программах распределения акций между работниками компании, если права контроля не осуществляются работниками компании напрямую; 6) любых ограничениях прав голоса; 7) любых соглашениях между акционерами, которые известны компании и которые могут привести к ограничениям на передачу ценных бумаг и/или прав голоса; 8) правилах, регулирующих назначение и смещение с должности членов совета директоров, а также о внесении изменений и дополнений в устав компании; 9) полномочиях совета директоров и, в частности, о полномочиях, касающихся права обратного выкупа акций компании; 10) любых существенных соглашениях, стороной по которым является компания и которые вступают в силу после смены собственника контрольного пакета акций компании; 11) любых соглашениях между компанией и ее советом директоров или работниками компании, предусматривающих выплату компенсации в случае, если они уходят в отставку, в случае их увольнения без законных оснований или в случае, если их работники увольняются в результате поглощения компании; и 12) эта информация должна быть включена в годовой отчет компании.

иначе является одним из важнейших факторов, обеспечивающих эффективное регулирование финансового рынка и препятствующих манипулированию рынком и другим злоупотреблениям.<sup>46</sup> Здесь, опять же, следует отметить, что, несмотря на многочисленные негативные последствия использования механизмов усиления контроля, похоже, что они все-таки не оказали отрицательного воздействия на эффективность финансовых рынков Европы и США. Как мы убедились, в определенных обстоятельствах механизмы усиления контроля могут способствовать даже улучшению показателей публичных компаний. Поэтому для того, чтобы вынести окончательное суждение в отношении влияния режима раскрытия информации на использование механизмов усиления контроля, необходимо рассмотреть опыт других стран в этой области.

### **3.1 Сравнительный обзор**

#### **3.1.1 Италия**

В Италии механизмы усиления контроля, в особенности акционерные соглашения и пирамидальные структуры, получили довольно широкое распространение. Как правило, этим «грешат» крупные публичные компании. Как показывают эмпирические исследования, один или несколько механизмов усиления контроля используют 85% таких компаний.<sup>47</sup> Как уже говорилось, эти механизмы могут способствовать экспроприации интересов миноритариев в рамках корпоративных стратегий диверсификации. Однако благодаря действующим требованиям к раскрытию информации, в основе которых лежит обязательное соблюдение положений Директивы о прозрачности и Директивы о предложениях по поглощению, у миноритарных инвесторов все-таки есть возможность получать необходимые сведения о структуре контроля в итальянских публичных компаниях, позволяющие им понять ситуацию, в которой они находятся. Статья 123-bis Консолидированного закона Италии «О финансах» предусматривает, что компании обязаны раскрывать информацию об используемых ими механизмах усиления контроля, публикуя эти сведения в своих годовых отчетах.

#### **3.1.2 Соединенные Штаты Америки**

В Соединенных Штатах обычно действует правило «одна акция – один голос». Акционеры, владеющие более чем 5% голосующих ценных бумаг любого класса, обязаны заполнять Форму 13D (Schedule 13D) Комиссии по ценным бумагам и биржам. Положения об отчетности в отношении бенефициарных собственников, содержащиеся в Разделе 13 Закона о фондовых биржах, применяются не только к индивидуальным инвесторам, но и к группам инвесторов. Разделы 13(d)(3) и 13(g)(3) Закона о фондовых биржах предусматривают, что, если два или более лиц образуют партнерство, партнерство с ограниченной ответственностью, синдикат или иную группу в целях приобретения, владения или продажи ценных бумаг эмитента, такой синдикат или группа считаются «лицом» для целей этого Раздела. Таким образом, применение этих положений закона приводит к объединению интересов собственности двух или более лиц, действующих согласованно, и требует, чтобы члены этой группы предоставляли отчет о принадлежащих им на правах бенефициарной собственности долевых ценных бумагах, если размер их совокупного владения превышает 5% долевых ценных бумаг любого класса. Связанное с этим Правило 13d-5(b)(1), содержащееся в Законе о фондовых биржах, позволяет установить, в каких случаях два или более лиц считаются «группой». Правило 13d-5(b)(1) свидетельствует о гибкости американской системы раскрытия информации, устанавливая критерий, с помощью которого можно определить, составляют ли два или более лиц группу в значении, используемом для целей данного закона. Этот критерий

<sup>46</sup> См. J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, *The Case Against Reform of the Takeover Bids Directive*, 22 *European Business Law Review* 2011.

<sup>47</sup> См. External Study Commissioned by the European Commission - Report on the Proportionality Principle in the European Union.

состоит из двух частей. Во-первых, для того, чтобы два или более лиц могли считаться группой, необходимо, чтобы между ними было соглашение о совместных действиях, причем такое соглашение необязательно должно существовать в письменной форме. Во-вторых, устанавливая наличие соглашения о совместных действиях, Комиссия по ценным бумагам и биржам и суды изучают соответствующие обстоятельства – например, наличие контактов между этими лицами, совершение ими каких-либо одновременных действий, а также наличие у этих лиц общих целей. В соответствии с Правилom 13d-5(b)(1), считается, что лица формируют группу, если между ними существует соглашение о совместных действиях в целях приобретения, владения, голосования или продажи соответствующих ценных бумаг компании-эмитента.

### 3.1.3 *Китай*

В Китае механизмы усиления контроля очень популярны в семейных фирмах и на государственных предприятиях (см. таблицу 4). При этом, однако, следует отметить, что в настоящее время практика использования пирамидальных структур идет на спад. Как показывает недавнее исследование, в 2002 г. пирамидальная структура собственности была характерна для 98% публичных компаний, а к 2007 г. эта доля снизилась до 87%.<sup>48</sup> Частично эта тенденция может быть обусловлена усовершенствованием инфраструктуры корпоративного управления в стране и введением более строгих правил отчетности: в настоящее время публичные компании в Китае обязаны раскрывать информацию о пирамидальной структуре собственности, публикуя эти сведения в своих годовых отчетах.<sup>49</sup>

Таблица 4. Использование механизмов усиления контроля (пирамидальных структур) в Китае в 2007 г.

Контролирующий собственник	Собственность на акции	Контроль над компанией (право голоса)	Доля прямого владения акциями второго по величине крупнейшего акционера
Семья	26%	35%	9%
Другие лица	35%	39%	7%
Государство	36%	40%	7%

Источник: R. Amit, Y. Ding, B. Villalonga, H. Zhang, *The Role of Institutional Development in the Prevalence and Value of Family Firms*, Harvard Business School Working Paper 10-103, 2010.

### 3.1.4 *Индонезия*

В Индонезии семьи по-прежнему контролируют «свои» публичные компании путем организации пирамидальных структур. По данным исследования 2000 года, пирамидальная структура собственности характерна для 67% публичных компаний страны (см. таблицу 5). К сожалению, более современная информация на этот счет отсутствует. Главным образом это объясняется тем, что в Индонезии публичные компании не обязаны раскрывать информацию об использовании механизмов усиления контроля.

<sup>48</sup> См. S. Xiao, *How Do Agency Costs Affect Firm Value? – Evidence from China*, Working Paper 2009 (документ имеется у автора).

<sup>49</sup> См. M. Watanabe, *Separation of Control and Cash-Flow Rights of State-owned Listed Enterprises: Channels of Expropriation after the Discriminated Share Reform in China*, Institute of Developing Economies, Discussion Paper No. 224, 2010.

### 3.1.5 Малайзия

В Малайзии контролирующие акционеры часто используют пирамидальные структуры и схемы перекрестного владения акциями в целях диверсификации рисков, сохраняя при этом контроль над компаниями (см. таблицу 5).<sup>50</sup> Однако благодаря введению более строгих требований в отношении раскрытия информации и сделок со связанными лицами популярность пирамидальных структур стала медленно, но неуклонно падать.<sup>51</sup> Например, в рамках действующей инфраструктуры корпоративного управления, в соответствии с законодательством о компаниях и требованиями листинга, инвесторы обязаны раскрывать информацию об акционерных соглашениях и стратегиях совместных действий, если эти инвесторы вместе с другими акционерами контролируют 5% или более находящиеся в обращении акций компании.

Таблица 5. Использование механизмов усиления контроля в других странах Азии

	Соотношение «право на денежные потоки»/ «право голоса»	Пирамидальные структуры с конечными собственниками	Перекрестное владение акциями
Индонезия	0,784	67%	1%
Малайзия	0,853	39%	15%
Филиппины	0,908	40%	7%
Сингапур	0,794	55%	16%
Таиланд	0,941	13%	1%
Япония	0,602	36%	12%
Корея	0,858	43%	9%

Источник: S. Claessen, S. Djankov and L.H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58, *Journal of Financial Economics* 81, 2000.

## 3.2 Основные выводы и ключевые идеи

Как видим, законы и постановления, в соответствии с которыми крупные акционеры обязаны раскрывать информацию об использовании ими механизмов усиления контроля, оказывают существенное влияние на частоту использования этих механизмов. Ужесточение режима раскрытия информации не только обеспечивает более высокий уровень прозрачности, но и снижает частоту использования (и, соответственно, популярность) механизмов усиления контроля. В этой связи возникает вопрос о балансе выгод и издержек прозрачности в области использования механизмов усиления контроля (см. таблицу 6). Ну, выгоды очевидны: в отсутствие достаточных и действенных требований к отчетности пространство для манипулирования рынком и прочих злоупотреблений становится гораздо шире.

Например, механизмы, которые крупные внутренние акционеры применяют для усиления контроля над компанией, используя преимущества при голосовании, приводят к расширению

<sup>50</sup> См. также Z. Ishak and C. Napier, *Expropriation of Minority Interests and Corporate Diversification in Malaysia*, 2 *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 85, 2006.

<sup>51</sup> См. The World Bank, *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)*, Corporate Governance Country Assessment, Malaysia, June 2005.

возможностей для мошенничества и вывода активов или прибыли компании в интересах этих акционеров. Кроме того, крупные внутренние акционеры, будучи миноритарными инвесторами, зачастую используют эти механизмы в качестве инструментов для захвата и удержания контроля над советом директоров и менеджментом компании. Вообще говоря, если в результате использования механизмов усиления контроля возникнет серьезная угроза того, что акционеры могут «проголосовать ногами», предложив приобрести свои акции тому, кто планирует враждебное поглощение (т.е. стремится получить контроль над компанией), то рыночные механизмы не смогут с этим справиться надлежащим образом, т.е. согласовать интересы крупных внутренних акционеров (и руководства компании) с интересами миноритариев в этой ситуации не удастся.

Представляя постоянный и реальный риск враждебного поглощения, рынок слияний и поглощений создает для менеджмента публичной компании очень мощный стимул к тому, чтобы воздерживаться от злоупотреблений своим положением. Если исходить из того, что «рынок корпоративного контроля» является экономически эффективным в том смысле, что он повышает эффективность предприятий, то механизмы усиления контроля приводят к усугублению как «вертикальных», так и «горизонтальных» проблем агентских взаимоотношений. А если это так, то нормы и правила, действующие в отношении отчетности и раскрытия информации, должны, как минимум, обеспечивать, чтобы неконтролирующие миноритарные инвесторы получали точную и актуальную информацию о структуре контроля в публичной компании.

**Таблица 6. Баланс выгод и издержек раскрытия информации о механизмах усиления контроля**

Выгоды	Издержки
<p><b>Строгие правила в отношении раскрытия информации</b></p> <p>Неконтролирующие миноритарные инвесторы имеют возможность регулярно получать информацию о структуре контроля в публичной компании.</p>	<p><b>Строгие правила в отношении раскрытия информации</b></p> <p>Препятствуют использованию механизмов усиления контроля. Вместе с тем, законное использование таких механизмов очень успешными высокотехнологичными компаниями вполне приемлемо.</p>

Издержки, связанные с раскрытием информации о механизмах усиления контроля, измерить труднее. Одним из возможных минусов прозрачности в этом вопросе является то, что раскрытие информации может побудить фирмы к отказу от использования той или иной структуры управления, даже если она отвечает их потребностям на этапе роста и развития. Как уже говорилось, быстро растущие и высокотехнологичные компании иногда прибегают к такому приему, как выпуск множественных акций. Причина, по которой они это делают, проста и понятна. Возможность выпуска множественных акций позволяет учредителям высокотехнологичных компаний привлекать значительный объем капитала, не уступая при этом контролю над компанией. Если информация об использовании механизмов усиления контроля негативно повлияет на курс акций, то успешные высокотехнологичные компании, вероятно, воздержатся от публичного листинга. Это может не только серьезно повредить развитию таких компаний, но и отрицательно сказаться на показателях экономического роста и реализации инициатив по созданию рабочих мест.

И все же, несмотря на то, что, как следует из наших рассуждений в Разделе 2.1, в условиях более жестких режимов раскрытия информации механизмы усиления контроля зачастую используются реже, инвесторов публичных высокотехнологичных компаний такой дисбаланс в структуре собственности и контроля этих объектов их инвестиций, по-видимому, более чем устраивает. Пример Google мы уже обсуждали. Анализ ситуации с IPO других быстрорастущих компаний - в частности, Zynga и Groupm, - позволяет предположить, что в

секторе высоких технологий множественные акции все более входят в моду. Это говорит о том, что (потенциальные) инвесторы в состоянии отличить компании, которые применяют механизмы усиления контроля разумно и на законных основаниях, от компаний с несбалансированной или неэффективной структурой контроля.<sup>52</sup> Это наблюдение может навести на мысль, что строгие правила отчетности и раскрытия информации о механизмах усиления контроля оказываются выгодными как инвесторам, так и финансовому рынку в целом.

Для читателей этого текста такой вывод сюрпризом не будет: когда речь идет о контроле над компаниями, отчетность и раскрытие информации абсолютно необходимы. И в этой связи возникает вопрос о том, существуют ли какие-то альтернативные источники информации, доступные для миноритарных инвесторов на тот случай, если они захотят выяснить, что собой представляет структура контроля в публичной компании, когда те механизмы, о которых мы говорили, дают сбой. Возьмем, например, правила, призванные защитить общество от преступных схем отмывания денег, финансирования терроризма и других видов противоправной деятельности. Поскольку контролирующие бенефициарные собственники обычно используют для защиты своих активов национальные и/или оффшорные компании, что исключает личную ответственность и одновременно обеспечивает им анонимность, то правила, направленные на борьбу с отмыванием денег и финансированием терроризма, наверное, действительно могут помочь миноритарным инвесторам разобраться в том, что же собой представляет структура контроля в интересующей их публичной компании. В следующем разделе мы рассмотрим вопрос о том, может ли наличие нормативно-правовой базы по предотвращению злоупотреблений корпоративными механизмами действительно принести какую-то реальную пользу миноритарным инвесторам.

---

<sup>52</sup> См. J.M. Mendoza, C.F. Van der Elst and Erik P.M. Vermeulen, *Entrepreneurship and Innovation, The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe*, 7 South Carolina Journal of International Law & Business 1, 2010.



#### IV. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О БЕНЕФИЦИАРНЫХ СОБСТВЕННИКАХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБРАЗОВАНИЙ

Современные корпоративные механизмы отличаются большим разнообразием и способностью удовлетворить целый ряд сложных потребностей бизнеса. По своей сути это инструменты, с помощью которых предприниматели могут осуществлять свою коммерческую деятельность. Организация этой деятельности через всевозможные корпоративные образования позволяет решить некоторые проблемы контрактации, а также внести вклад в развитие сложной современной экономической среды. Гибкость и адаптируемость корпоративных механизмов к финансовым и организационным потребностям предпринимателей и инвесторов, безусловно, способствовала углублению финансовых рынков. Но вне зависимости от того, насколько эти механизмы эффективны с точки зрения удовлетворения потребностей широкого круга предпринимателей и инвесторов, масштабы их использования для целей уклонения от уплаты налогов, отмывания денег, других финансовых махинаций и противоправной деятельности не могут не вызывать беспокойства. Финансовый рынок и банковские системы становятся все более интернациональными, что во многом способствует развитию финансовых центров. А поскольку количество и доступность этих центров растут, то воспользоваться преимуществами, которые обеспечивают гибкие системы регулирования и контроля доступа в этих центрах, стремятся все больше предприятий, отдельных лиц и оппортунистических инвесторов.

Привлекательность оффшорных финансовых центров обусловлена не только присущими им гибкостью системы финансового надзора, соблюдением закона о банковской тайне и благоприятным фискальным режимом, но и, в не меньшей степени, понятными и доступными правилами, действующими в отношении создания и функционирования корпоративных образований.<sup>53</sup> Общеизвестно, что контролирующие бенефициарные собственники акций компании нередко используют оффшорные корпоративные образования или международные холдинговые структуры для сокрытия истинной информации о личности акционеров. По существу, некоторые крупные оффшорные юрисдикции поощряют инвесторов к вывозу капитала и использованию своих финансовых институтов, создавая такую правовую среду, которая законодательно ограничивает идентификацию бенефициарных собственников компаний. Наряду с инструментами, позволяющими сохранить анонимность, есть еще целый ряд других правовых механизмов – например, законодательные ограничения, касающиеся консультантов и поставщиков услуг и возможности оказания ими помощи регулирующим органам в установлении личности тех, кто позволяет лицам, занимающимся отмыванием денег и участвующим в других преступных схемах, осуществлять инвестирование практически бесконтрольно.

Как мы уже говорили, существует масса способов, затрудняющих возможность установления личности истинных собственников компаний, - например, выпуск акций на предъявителя, создание номинальных акционеров и т.д. Современные корпоративные образования,<sup>54</sup> функционирование которых регулируется даже меньше, чем деятельность

---

<sup>53</sup> См. OECD, “Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes”, 2001.

<sup>54</sup> См. F.R. Reyes and E.P.M. Vermeulen, *Company Law. Lawyers and Innovation: Common Law versus Civil Law*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics 2011-3 Working Paper (см. <http://ssrn.com/abstract=1907894>). См. также J.A. McCahery, E.P.M. Vermeulen, M. Hisatake and J. Saito, *Traditional and Innovative Approaches to Legal reform: “the New Company Law”*, 8, European Business Organization Law Review 7, 2007.

традиционных для публичных компаний корпоративных форм, еще лучше подходят для создания корпоративных цепочек. Более мягкое регулирование позволяет таким предприятиям выстраивать весьма гибкую структуру. Стоит это недорого, и создать такое предприятие можно даже он-лайн и всего за 24 часа. Все это приводит к тому, что такие формы организации бизнеса становятся более уязвимыми для злоупотреблений и использования их в незаконных целях. В контексте же данного документа важно отметить то, что контролирующие бенефициарные собственники публичных компаний могут воспользоваться преимуществами мягкого регулирования этих современных организационно-правовых форм для сокрытия сведений о своей личности и совершения целого ряда незаконных действий. Мы уже отмечали, что крупные внутренние акционеры нередко скрывают свою личность, создавая для этого цепочку местных и оффшорных корпоративных образований.

Этот раздел начинается с обзора законных целей создания корпоративных механизмов и их потенциала для злоупотреблений со стороны лиц, занимающихся противоправной деятельностью. Мы опишем и проанализируем различные конкурирующие методы идентификации бенефициарной собственности и структуры контроля. Главная цель этого раздела заключается в том, чтобы оценить, могут ли миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны использовать режим раскрытия информации о корпоративных механизмах в качестве инструмента для расследования и получения сведений о структуре бенефициарной собственности и контроля в публичных компаниях, в том числе информации о личности бенефициарных собственников.

#### **4.1 Корпоративные механизмы и создаваемый ими потенциал для злоупотреблений**

Существует много способов быстро и эффективно вывести деньги из страны и, таким образом, обмануть налоговые органы и другие структуры власти. Специалисты по финансовым преступлениям и отмыванию денег нередко отмечают, что правонарушители, стремясь избежать разоблачения, создают цепочки компаний, зарегистрированных в разных юрисдикциях. Всевозможные корпорации, трасты, фонды, коммандитные товарищества, а теперь еще и гибридные предприятия – такие как партнерства с ограниченной ответственностью (LLP) и компании с ограниченной ответственностью (LLC) – вот те механизмы, которые используются для злоупотреблений чаще всего. Создать такие корпоративные образования относительно просто и совсем не дорого. В качестве примера можно привести номинальную (фиктивную) оффшорную компанию, которая действует в интересах своего оффшорного принципала. В такой конструкции номинальная компания является представителем своего принципала, ведет все его контракты и весь бизнес от его имени, включая выставление счетов и бухгалтерский учет.

Преимущества такой схемы заключаются в том, что по бухгалтерии этого оффшорного принципала не проходят никакие счета и никакая другая документация. Более того, эта конструкция предполагает, что номинальная компания не будет вести дела в своей стране регистрации, покупать и продавать товары от собственного имени и подписывать контракты с номинальными компаниями за пределами собственной юрисдикции. Чтобы организовать такую корпоративную цепочку, стороны учреждают компании в третьих странах, и так далее. Организация корпоративной цепочки, как правило, является экономически выгодным решением для транснациональных корпораций, которые стремятся к созданию таких корпоративных структур, которые способствуют оптимизации финансовых результатов всей группы компаний. Однако анонимность, обеспечиваемая такими структурами, играет на руку тем, кто занимается противоправной деятельностью, и в этой связи страны начали вводить некоторые меры, позволяющие сделать информацию о реальных владельцах, которые управляют этими цепочками компаний, более доступной.

ОЭСР (2001), в рамках своей деятельности по борьбе с коррупцией и отмыванием денег, озвучила ряд стратегических задач, касающихся предотвращения злоупотреблений

корпоративными механизмами. Позиция ОЭСР состоит в том, что возможности для таких злоупотреблений следует максимально ограничить, и это согласуется с содержанием других международных инициатив, направленных на введение норм и стандартов, которые могут помочь органам власти и финансовым институтам обеспечить эффективное противостояние международной преступности.

Поскольку у стран есть механизмы, позволяющие получать доступ к информации о бенефициарной собственности, то необходимо организовать надзор за надлежащей реализацией этих механизмов, так чтобы получаемая таким образом информация была правильной и точной. Считается, что есть ряд механизмов, позволяющих ограничить возможность злоупотреблений корпоративными образованиями, используя для этого систему учета и обмена информацией о структуре бенефициарной собственности и контроля. К таким механизмам относятся: (1) система предварительного раскрытия информации;<sup>55</sup> (2) введение обязательного требования, в соответствии с которым компании-поставщики корпоративных услуг обязаны вести учет информации о бенефициарных собственниках;<sup>56</sup> и (3) использование системы расследований.<sup>57</sup> В таблице 7 приводится «баланс» выгод и издержек по каждому из этих механизмов.

Таблица 7. Подходы ОЭСР к вопросу получения информации о бенефициарной собственности и контроля<sup>58</sup>

Вариант	Выгоды	Издержки
<b>Предварительное раскрытие информации</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Повышение прозрачности</li> <li>• Информация о структуре бенефициарной собственности и контроля доступна всегда</li> <li>• Мощный сдерживающий эффект</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Компании несут большие издержки (особенно чувствительные для предприятий малого бизнеса)</li> </ul>

<sup>55</sup> Система предварительного раскрытия информации предусматривает предоставление в органы власти, торговую палату и любые другие уполномоченные органы информации о структурах бенефициарной собственности и контроля юридических лиц на этапе их создания или регистрации и накладывает обязательство по своевременному обновлению этой информации в случае ее изменения. Обязательство по предоставлению в уполномоченные органы информации о структурах бенефициарной собственности и контроля может быть возложено как на само юридическое лицо, так и на его конечного бенефициарного собственника или на поставщика корпоративных услуг, участвующего в процессе создания данного юридического лица или управления его деятельностью.

<sup>56</sup> В некоторых юрисдикциях посредники, участвующие в создании юридических лиц и в управлении ими, - например, агенты по образованию юридических лиц, трастовые компании, регистрационные агенты, юристы, нотариусы, доверительные собственники, а также компании, предоставляющие услуги номинальных акционеров, директоров и других должностных лиц («поставщики корпоративных услуг») обязаны получать, удостоверять и вести учет информации о (бенефициарной) собственности и структуре контроля юридических лиц, которые они создают, деятельностью которых управляют или которым они оказывают фидуциарные услуги.

<sup>57</sup> Если используется система расследований, то при наличии подозрений на незаконную деятельность уполномоченные органы стремятся получить (принудительным путем, посредством вызова в суд и других аналогичных мер) информацию о бенефициарной собственности и контроле, если такая информация необходима уполномоченным органам для осуществления ими своих функций по регулированию и/или надзору, или если эта информация затребована другими уполномоченными органами в стране пребывания или за границей для целей регулирования и/или надзора за исполнением закона.

<sup>58</sup> См. OECD, “Options for Obtaining Beneficial Ownership and Control Information”, February 2002.

Вариант	Выгоды	Издержки
<b>Ведение учета информации о бенефициарной собственности посредниками</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реализация этого механизма обходится дешево</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Для компаний этот механизм требует больших экономических и временных затрат (особенно если в схеме задействованы иностранные участники)</li> <li>• Правила, касающиеся идентификации клиента и удостоверения этой информации, а также связанные с этим требования о ведении учета представляют собой совокупность потенциально громоздких и дорогостоящих процедур по идентификации</li> <li>• Вероятность задержек в предоставлении информации <i>ex post</i></li> </ul>
<b>Система расследований</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возможность избежать ненужных затрат и бремени для компаний, которые могут отпугивать от законных процедур по образованию предприятий</li> <li>• Разумный баланс между обеспечением необходимого мониторинга / регулирования деятельности бизнес-структур и защитой законных частных интересов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Вероятность задержек в предоставлении информации</li> </ul>

Подход ОЭСР основан на предположении, что наиболее действенный способ идентификации бенефициарных собственников - это анализ организационно-правовой формы соответствующего корпоративного образования, который позволит получить информацию о юридическом собственнике акций или о лице, которое осуществляет реальный контроль над соответствующей компанией. В пользу этой стратегии говорит тот факт, что она весьма прагматична, - в том смысле, что существует масса эффективных юридических методов, которые позволяют регулирующим и другим уполномоченным органам получать такую информацию. На некоторых рынках надзорные органы обязывают финансовых посредников, которые участвуют в создании корпоративных образований, получать от клиента письменное заявление о личности бенефициарного собственника, а также периодически возобновлять проверку сведений о личности клиента или бенефициарного собственника, если в процессе функционирования предприятия происходят какие-либо изменения в этом вопросе. При этом финансовые посредники обязаны не только получать сведения о личности бенефициарного собственника, но и составлять соответствующие документы, предоставлять имеющуюся у них информацию в надзорные органы и хранить эту информацию в течение достаточно длительного времени после завершения деловых отношений с клиентом.

В принципе, мы считаем, что злоупотребление корпоративными механизмами можно контролировать, используя некую комбинацию различных методов. При этом выбор конкретных методов будет зависеть от эффективности правовой системы, правоприменительной практики в этой области и уровня международного сотрудничества на рынке. Различия в правовых традициях и культуре, вероятно, усложнят обмен информацией на международном уровне. Вообще говоря, решение проблемы раскрытия информации о бенефициарной собственности, по всей видимости, является довольно простым. Для этого нужно: (1) ввести эффективную национальную систему предварительного раскрытия информации и систему расследования и (2) наладить международное сотрудничество в целях

упрощения международного обмена информацией между регулирующими органами. Как будет видно из следующего подраздела, директивным органам хорошо известно, из каких элементов должна состоять надежная система раскрытия информации о бенефициарной собственности.

#### **4.2 Борьба с незаконным использованием корпоративных механизмов в Европе**

В течение последних лет десяти Европейский Союз брал на себя обязательства по реализации единых правил в области борьбы со злоупотреблением возможностями финансовых центров со стороны преступных организаций и сдерживанию процессов отмывания денег. Отмывание денег определяется как процесс, позволяющий переводить полученные в результате незаконной деятельности средства в другие активы для сокрытия их истинного происхождения, настоящих собственников или иных аспектов, которые могли бы свидетельствовать о нарушении законодательства, в целях последующей легализации этих средств. Как правило, процесс отмывания денег осуществляется в три этапа: размещение, преобразование и консолидация. В том, что касается мер, которые необходимы для минимизации практики отмывания денег, мнения несколько разнятся. При этом, поскольку отмывание денег предполагает использование различных форм коррупции, то выявление фактов отмывания денег – не говоря уже об обеспечении действенного уголовного преследования таких преступлений, - представляет собой задачу не из легких. Но учитывая тот вред, который отмывание денег наносит финансовым рынкам, а также связанный с этим подрыв доверия к правительству и к государственным чиновникам, считается, что усиление слабых звеньев в системе регулирования совершенно необходимо. В частности, одна из ключевых ролей здесь принадлежит финансовым посредникам, которые обычно обладают информацией об активах, используемых в таких схемах, и связаны деловыми отношениями с теми лицами, которые управляют корпоративными структурами, задействованными в этой противозаконной деятельности.

В 2005 г. Европейская Комиссия приняла Третью директиву «О предотвращении использования финансовой системы в целях отмывания денег и финансирования терроризма», которая должна была быть выполнена странами-участницами к 15 декабря 2007 года.<sup>59</sup> Эта директива основывается на действующем законодательстве Евросоюза и включает внесенные в июне 2003 года поправки к Сорока рекомендациям ФАТФ (см. Вставку 4). Она отменяет и заменяет Директиву 1991 года,<sup>60</sup> с изменениями от 2001 г., с той разницей, что в ней вводятся дополнительные требования и меры безопасности на случай ситуаций, сопряженных с высоким риском, - например, если осуществляются операции с участием банков, расположенных за пределами ЕС.

---

<sup>59</sup> См. Directive 2005/60/EC.

<sup>60</sup> См. Directive 91/308/EEC.

#### **Вставка 4. Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ)**

Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (*Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF*) - это межправительственная организация, которая занимается разработкой и продвижением мировых стандартов в сфере противодействия отмыванию преступных доходов и финансированию терроризма (ПОД/ФТ), а также осуществляет оценки соответствия национальных систем ПОД/ФТ государств этим стандартам. Основным инструментом ФАТФ в реализации своего мандата являются Сорок рекомендаций ФАТФ, которые – в совокупности с 9 специальными рекомендациями по противодействию финансированию терроризма - составляют всеобъемлющий свод организационно-правовых мер в области борьбы с отмыванием денег. Эти международные стандарты (вместе они называются «40+9 рекомендаций ФАТФ») были введены в целях оказания помощи странам в их усилиях по разработке «подхода, основанного на оценке риска» в целях противодействия отмыванию преступных доходов и финансированию терроризма. Помимо этих 40+9 рекомендаций ФАТФ также обнародовала ряд вспомогательных документов, нацеленных на оказание помощи странам-членам в выполнении этих рекомендаций.

Однако разработка и поддержание функционирования такой правовой системы, которая обеспечивала бы точное и своевременное раскрытие информации о структуре бенефициарной собственности и контроля, - задача непростая. Действующие системы нуждаются в периодическом пересмотре. В этом смысле вполне закономерно, что в феврале 2012 года ФАТФ опубликовала свои рекомендации в новой редакции. Рекомендации ФАТФ 2012 г., помимо всего прочего, включают описание мер, которые должны существенно повысить прозрачность в вопросах структуры бенефициарной собственности. Так, например, в Рекомендациях 2012 г. странам рекомендуется ввести в действие более строгие нормы и правила, обязывающие компании или реестры компаний получать актуальную информацию о бенефициарной собственности компаний и вести учет этой информации.

Что касается выполнения в отношении юридических лиц и юридических образований *процедур надлежащей проверки клиентов (НПК)*, то Рекомендации ФАТФ 2012 г. гласят о том, что: *При выполнении процедур НПК в отношении клиентов, являющихся юридическими лицами или юридическими образованиями, финансовые учреждения должны быть обязаны установить и удостоверить личность клиента, изучить характер его деятельности, форму собственности и структуру управления. Требования к идентификации и проверке клиентов и бенефициарных собственников [...] направлены на решение двух задач, во-первых — предотвращение незаконного использования юридических лиц и образований посредством глубокого изучения клиента для правильной оценки связанных с деловыми отношениями потенциальных рисков отмывания денег и финансирования терроризма; и, во-вторых, принятие соответствующих мер для снижения этих рисков. Данные требования должны естественным образом дополнять друг друга, как две стороны одного процесса.*

В контексте создания и функционирования корпоративных механизмов данная Директива применяется не только к поставщикам финансовых услуг – таких как аудиторы, независимые бухгалтеры и налоговые консультанты, - но также и к лицам юридической профессии, если они оказывают своим клиентам помощь в создании, функционировании или управлении трастами, компаниями и другими подобными структурами. Например, лица юридической профессии обязаны в процессе своих взаимоотношений с клиентами постоянно проводить процедуры надлежащей проверки их деятельности в целях: (1) установления личности своих клиентов и, что еще важнее, удостоверения их личности на основании информации, получаемой из надежных источников, (2) установление личности бенефициарного собственника клиента, если клиент является юридическим лицом, трастом или другой подобной юридической структурой (см. Вставку 5), (3) изучения структуры собственности и управления корпоративного клиента и (4) сообщения о подозрительных операциях в национальные подразделения финансовой разведки (ПФР).

Для лиц юридической профессии обязательства, касающиеся процедур надлежащей проверки клиентов и сообщения о подозрительных операциях в ПФР, являются проблемой сразу с двух точек зрения.<sup>61</sup> Во-первых, соблюдение правила «знай своего клиента»

<sup>61</sup> См. P.D. Paton, *Co-operation, Co-option or Coercion? The FATF Lawyer Guidance and Regulation of the Legal Profession*, 2010 Journal of the Professional Lawyer 165.

предполагает необходимость потенциально затратных и обременительных процедур надлежащей проверки. Во-вторых - и это причиняет юристам куда большие неудобства, - в этой связи возникают противоречия между «прозрачностью» (т.е. обязательством юристов, в случае обнаружения или подозрения на неправомерное использование корпоративных механизмов, сообщать об этом в уполномоченные органы) и «секретностью» (т.е. конфиденциальностью клиентской информации и адвокатской тайной).<sup>62</sup> Ввиду этих противоречий ФАТФ пришлось специально для юристов разработать рекомендации, помогающие бороться с отмыванием денег и финансированием терроризма, не подрывая принципов адвокатской тайны, конфиденциальности клиентской информации и других ключевых принципов, лежащих в основе оказания правовой помощи. Такова предыстория появления в 2008 г. документа под названием «Risk-Based Approach Guidance for Legal Professionals (Lawyer Guidance)» [*Руководство для лиц юридической профессии по применению подхода, основанного на оценке риска*, далее – «Руководство ФАТФ для лиц юридической профессии»].<sup>63</sup>

Руководство ФАТФ для лиц юридической профессии (2008) адресовано специалистам, которые занимаются какими-либо из пяти обозначенных видов деятельности (например, оказанием клиентам услуг по покупке или продаже недвижимости; по созданию, управлению или функционированию юридических лиц; или по учреждению или управлению трастами или доверительному управлению денежными активами клиента).<sup>64</sup> Этот документ был хорошо принят юристами, поскольку в нем, в отличие от аналогичных руководств (предусматривающих более жесткий подход, основанный на применении стандартной системы правил), предлагается исходить именно из оценки риска. Такой подход строится на том, что у проблемы предотвращения отмывания денег и финансирования терроризма не существует единого, универсального решения, которое подошло бы на все случаи жизни. Вместо этого ФАТФ предлагает исходить из предположения, что есть какие-то ограниченные ресурсы для выявления случаев отмывания и денег и финансирования терроризма и применения в этой связи необходимых санкций. Поэтому наиболее пристальное внимание следует уделять самым высоким рискам. Для юристов это означает, что, оценивая вероятность участия их клиентов в схемах по отмыванию денег или других незаконных операциях, им следует сосредоточить свое внимание на местопребывании клиентов, характере их деятельности и характере запрашиваемых услуг. К сожалению, оценивать, в какой степени Руководство ФАТФ для лиц юридической профессии 2008 г. привело к желаемому эффекту, пока еще слишком рано. Однако уже понятно, что имеющиеся различия в правовых культурах и системах разных стран не позволят быстро реализовать те положения, которые в нем содержатся.

Руководство ФАТФ для лиц юридической профессии прямо указывает на то, что странам необходимо определиться с рамками понятий «адвокатская тайна» и «профессиональная тайна». Поскольку в различных правовых культурах эти термины трактуются по-разному, то Руководство ФАТФ (пока) не в состоянии создать для всех равные условия для оказания юридических услуг при совершении международных операций.<sup>65</sup> В следующем подразделе мы

---

<sup>62</sup> См. C. Tyre, *Anti-Money Laundering Legislation: Implementation of the FATF Forty Recommendations in the European Union*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 69.

<sup>63</sup> См. Financial Action Task Force, “RBA Guidance for Legal Professionals” (2008).

<sup>64</sup> См. L.S. Terry, *An Introduction to the Financial Action Task Force and Its 2008 Lawyer Guidance*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 3.

<sup>65</sup> См. L.L. Hill, *The Financial Action Task Force Guidance for Legal Professionals: Missed Opportunities to Level the Playing Field*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 151; E.S. Podgor, *Regulating Lawyers: Same Theme, New Context*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 191. Например, несмотря на признание того факта, что профессиональные поставщики услуг должны знать личность своих клиентов (особенно при наличии сложных международных структур), недавно было отмечено, что информацию о зарубежных клиентах получить чрезвычайно трудно. См. European Commission, Meeting with EU Private Stakeholders on Anti-Money laundering and Counter Terrorist Financing Policy, 17 February 2011.

обсудим инструменты, используемые в разных странах мира для целей регулирования вопросов раскрытия информации о бенефициарной собственности в рамках усилий государств по предотвращению незаконного использования корпоративных механизмов.

#### **Вставка 5. Вопросы бенефициарной собственности в Третьей директиве Евросоюза (пример)**

Бенефициарный собственник обозначает физическое лицо или лиц, полностью контролирующих клиента и/или физическое лицо, от имени которого совершается сделка или осуществляется деятельность. Бенефициарным собственником являются, по крайней мере:

(a) в случае корпоративных образований:

- (i) физическое лицо (лица), которое в конечном итоге владеет юридическим лицом или контролирует его через прямое или косвенное осуществление права собственности или контроля, в том числе через активы в акциях на предъявителя, в отношении достаточной доли акций или голосующих акций этого юридического лица, отличного от компании, зарегистрированной на регулируемом рынке, на которое распространяются требования о раскрытии информации, соответствующие законодательству Сообщества или эквивалентным международным стандартам; для удовлетворения этого критерия достаточной считается доля в 25 процентов плюс одна акция;
- (ii) физическое лицо (лица), которое иным образом осуществляет контроль за управлением юридического лица:

(b) в случае юридических лиц, таких как фонды, и юридических образований, таких как трасты, которые управляют средствами и распределяют их:

- (i) физическое лицо (лица), являющееся бенефициаром 25 процентов или более имущества юридического образования или юридического лица, когда будущие бенефициары уже определены;
- (ii) категория лиц, в основных интересах которых юридическое образование или юридическое лицо создается или эксплуатируется, когда отдельные лица, являющиеся бенефициарами юридического образования или юридического лица, еще не определены;
- (iii) физическое лицо (лица), которое осуществляет контроль над 25 процентами или более имущества юридического образования или юридического лица.

### **4.3 Сравнительный обзор**

Как уже говорилось, в случае создания корпоративного образования существует три способа получить доступ к информации о бенефициарной собственности: (1) система предварительного раскрытия информации; (2) введение обязательного требования, в соответствии с которым компании-поставщики корпоративных услуг обязаны вести учет информации о бенефициарных собственниках; и (3) использование системы расследований. В рассматриваемых странах правительства часто опираются на систему предварительного раскрытия информации поставщиками услуг. Например, в Италии создание корпоративных образований обычно оформляется в виде учредительного договора, который учредители или их уполномоченные представители должны заверить у нотариуса. В соответствии с законодательством Евросоюза, нотариус должен участвовать в процессе «предварительной» идентификации личности бенефициарных собственников.

В Индонезии наиболее распространенным корпоративным образованием является частная компания (*Perseroan Terbatas*); учредителями частной компании должны быть, как минимум два лица. Кроме того: (1) учредительные документы должны быть нотариально заверены; и (2) учредительный договор должен быть согласован в Министерстве юстиции и прав человека. Роль нотариусов в процессе регистрации компаний ограничивается простым заверением учредительных документов. Нотариусы не обязаны идентифицировать личность учредителей или бенефициарных собственников регистрируемого юридического лица в соответствии с принципами «знай своего клиента», содержащимися в Законе номер 8 (2010 года) «О



предотвращении и искоренении преступления отмыwania денег».<sup>66</sup> Вместе с тем, согласно Статье 41 Закона 8/2010, подразделение финансовой разведки Индонезии (PPATK) имеет право запрашивать и получать информацию у частных организаций – например, у юристов, бухгалтеров и нотариусов, - если такая информация считается необходимой для предотвращения и искоренения деятельности по отмыванию денег.

Система по-настоящему «предварительного» раскрытия информации действует в Китае: там корпоративные образования обязаны получать в Государственной администрации по промышленности и торговле (SAIC) или в аналогичном местном органе свидетельство о регистрации, которое называется «Лицензия на ведение коммерческой деятельности предприятия, являющегося юридическим лицом». Получить такое свидетельство о регистрации можно только по предоставлению удостоверений личности акционеров и документов, удостоверяющих личность основных должностных лиц предприятия.

Порядок учреждения компаний в Малайзии предусматривает возможность подачи документов, требуемых в соответствии с законом «О компаниях», в электронном виде. Лицо, желающее воспользоваться такой услугой, должно зарегистрироваться в качестве пользователя в системе Регистратора, уплатив установленный взнос и выполнив соответствующие условия Регистратора. Процедура регистрации в Малайзии выглядит менее строгой, чем в Италии, Китае и Индонезии. Однако, помимо возможности подачи документов в электронном виде, закон «О компаниях» обязывает предпринимателей также обновлять информацию, содержащуюся в реестре крупных акционеров и в реестре акционеров, являющихся директорами компании, в случае ее изменения. Несоблюдение соответствующих положений закона «О компаниях» считается нарушением, за которое в отношении компании и/или ее должностных лиц предусмотрено наказание в виде штрафа или тюремного заключения. Закон «О компаниях» предусматривает также возможность (факультативного) предварительного раскрытия информации и проведения расследований. Во-первых, этот закон наделяет Регистратора правом запрашивать информацию о собственниках любых акций, приобретенных или находящихся во владении, прямо или косвенно, в личных интересах или в интересах другой компании (Раздел 69А). Во-вторых, что еще важнее, министр по делам компаний (в настоящее время эти вопросы находятся в ведении Министра внутренней торговли Малайзии) может инициировать расследование в целях выяснения структуры собственности компании (Раздел 207) или потребовать предоставления дополнительной информации о лицах, имеющих доли участия в ее капитале (Раздел 208).

В США процедуры регистрации компаний просты и, как правило, не требуют предоставления сведений об именах бенефициарных собственников. Что касается получения информации о корпоративных образованиях, то в США действует система расследований, в рамках которой органы власти в случае подозрений на незаконную деятельность используют для получения информации о структуре бенефициарной собственности и контроля различные меры принудительного характера (в том числе вызовы повесткой в суд и др.), если такая информация необходима им для осуществления своих регулирующих и/или надзорных функций, а также в других соответствующих ситуациях. В некоторых отраслях надзорные органы различных уровней государственного управления могут требовать предоставления информации о бенефициарных собственниках в качестве условия для получения необходимых лицензий и разрешений.

#### **4.4 Основные выводы и ключевые идеи**

Для того чтобы получить сведения о структурах бенефициарной собственности и контроля публичных компаний, существуют три варианта систем раскрытия информации,

---

<sup>66</sup> Закон номер 8 (2010 г.) заменил Закон номер 15 (2002 г.) (с изменениями в соответствии с Законом 25/2003) «О преступлении отмыwania денег», применяемый только к поставщикам финансовых услуг.

позволяющих получить подробные сведения о цепочке корпоративных образований, которые нередко используются бенефициарными собственниками для сокрытия своей личности и истинных намерений. Имеются четкие доказательства взаимосвязи между умением скрыть информацию о личности бенефициарных собственников и вероятностью использования корпоративных механизмов для целей незаконной деятельности. Распространенность таких видов незаконной деятельности, как отмывание денег и финансирование терроризма, осуществляемых с помощью корпоративных механизмов, говорит о том, что эту проблему невозможно игнорировать, а ее решение может потребовать комплексных мер. При этом эффективных решений здесь может быть несколько, и в каждой конкретной стране соответствующая система может со временем меняться с учетом местной специфики и традиций корпоративного права.

В этой связи весьма примечательным является тот факт, что недавно американские сенаторы Левин (Levin) и Грассли (Grassley) уже в третий раз выступили с предложением о принятии законопроекта «О прозрачности процедур регистрации и правовом регулировании» («Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act»). В этом законопроекте предлагается, чтобы регистрация корпоративных образований в США производилась при условии обязательного предоставления информации о личности бенефициарных собственников (имена, адреса, номера водительских удостоверений или номера паспортов) корпораций и компаний с ограниченной ответственностью (LLC), бумаги которых не обращаются на регулируемых рынках. Кроме того, информация о бенефициарной собственности должна предоставляться по требованию правоохранительных и судебных органов. Несмотря на то, что в США обнародование этого законопроекта приведет к существенному росту издержек по регистрации компаний, его авторы утверждают, что процедуры идентификации будут способствовать предотвращению отмывания денег и незаконного использования юридических образований.

На практике, однако, задача предварительной идентификации (либо представителями власти, либо посредниками) личности клиента, желающего учредить корпоративное образование, оказывается не так проста. Чтобы в этом убедиться, достаточно привести всего один пример: идентификация личности резидентов других стран может очень серьезно затруднить и затянуть процесс регистрации. Помимо культурного сопротивления некоторых стран в отношении предоставления подтверждающих документов для установления личности своих резидентов, клиенты нередко подают неправильные или незавершенные копии подтверждающих документов, что увеличивает затраты по созданию и функционированию корпоративных образований. Однако, несмотря на эти дополнительные расходы, профессиональные ассоциации, представляющие интересы поставщиков юридических услуг, все равно считают, что процедуры идентификации («знай своего клиента») оказывают положительное влияние на процессы по предотвращению отмывания денег и финансирование терроризма.<sup>67</sup>

Тем не менее, мы можем констатировать, что реформирование корпоративного законодательства дает предпринимателям все больше возможностей по созданию корпоративных механизмов, даже не прибегая к помощи профессионалов. Казалось бы, эта тенденция должна способствовать упрощению процесса отмывания денег. Но здесь надо иметь в виду, что, для того чтобы корпоративные образования имели возможность осуществлять свою деятельность, им часто приходится открывать банковские счета, а для этого необходимо предоставить регистрационный номер НДС (VAT number) и корпоративный идентификационный номер (corporate ID number). Таким образом, финансовые учреждения по-

---

<sup>67</sup> American Bar Association, *Voluntary Good Practices Guidance for Lawyers to Detect and Combat Money Laundering and Terrorist Financing*, 23 April 2010. См. также L.P. Cummings and Paul T. Stepnowsky, *My Brother's Keeper: AN Empirical Study of Attorney Facilitation of Money-Laundering through Commercial Transactions*, Working Paper, 24 February 2011.

прежнему остаются наиболее подходящими структурами для предотвращения отмывания денег и борьбы с ним. В этом смысле адвокаты и другие представители юридической профессии обеспечивают дополнительный «уровень безопасности» в деле по предотвращению использования финансовой системы для целей отмывания денег.<sup>68</sup>

Учитывая сказанное выше, перед директивными и законодательными органами встает головоломная задача: в своей работе они должны учесть как минимум две основные цели закона о корпоративных механизмах, которые могут быть несовместимыми друг с другом и даже взаимоисключающими. Главные цели этого закона таковы: (1) предложить предпринимателям такую организационную структуру бизнеса, которая отвечала бы «публичным интересам» общества (предотвращение незаконной деятельности); и (2) предложить такую форму корпоративного образования, которая позволяет обойти требования в отношении процедур учреждения и использования, - тем самым стимулируя предпринимательство и инновации. Похоже, что последняя функция корпоративного права преобладает в компаниях, занятых в наукоемких секторах.

Учитывая ту важную роль, которую играют предпринимательство и инновации, правительства стран во всем мире стараются упростить и модернизировать требования к регистрации предприятий, с тем чтобы повысить свою конкурентоспособность и занять в мировом рейтинге конкурентоспособности более выгодные позиции (см., например, таблицу 8). Например, в некоторых странах вводится упрощенный порядок регистрации, позволяющий использовать для этих целей Интернет.<sup>69</sup> Понятно, что такие системы онлайн-регистрации дают возможность зарегистрировать предприятие без помощи адвокатов и других поставщиков юридических услуг (см. также Вставку 6). Поэтому не стоит удивляться, что американскому сенатору Левину, который в 2009 г. уже выдвигал законопроект, обязывающий администрации штатов требовать предоставления информации о бенефициарных собственниках при регистрации корпоративных образований, так до сих пор и не удалось провести этот закон.

**Таблица 8. Что нужно для того, чтобы начать бизнес (по данным за 2011 г.)**

Экономика	Количество процедур	Срок (кол-во дней)	Затраты (% дохода на душу населения)
Страны Восточной Азии и Тихого океана	7,8	39,0	27,1
Страны Восточной Европы и Центральной Азии	6,3	16,3	8,5
Страны – члены ОЭСР	5,6	13,8	5,3
Страны Южной Азии	7,1	24,6	24,5
Китай	14	38	4,5
Индонезия	9	47	22,3
Италия	6,3	6	18,5
Малайзия	9	17	17,5
США	6	6	1,4

Источник: International Finance Corporation and The World Bank, "Doing Business 2011, Measuring Business Regulations" ([www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org)).

<sup>68</sup> Следует отметить, что в Третьей директиве роль этих лиц признана явным образом: в Статье 14 указано, что «государства-члены могут разрешить учреждениям и лицам, подпадающим под действие настоящей Директивы, полагаться на третьи стороны для удовлетворения требований, касающихся надлежащей проверки клиентов».

<sup>69</sup> Как уже говорилось, в Малайзии предприниматели имеют возможность предоставления учредительных документов в том числе и в электронном виде.

### Вставка 6. Компания LegalZoom

В нынешней интернациональной и быстро меняющейся деловой среде традиционная роль юристов оказалась довольно уязвимой. На рынке юридических услуг, который до недавнего времени был вотчиной исключительно юридических фирм, стремительно появляются новые игроки - например, поставщики юридических онлайн-услуг. Рассмотрим следующие факты. LegalZoom - это созданное в 2001 г. Интернет-бюро со штаб-квартирой в Калифорнии, которое предоставляет своим клиентам правовые документы в режиме онлайн. Учредителями компании являются Брайан Лу (Brian Lu), Брайан Ли Brian (Lee), Эдди Хартман (Eddie Hartman) и Роберт Шапиро (Robert Shapiro). Создавая эту компанию, свою задачу они видели в том, чтобы усовершенствовать и упростить процесс оказания юридических услуг, в частности, связанных с составлением юридических документов. Кроме того, LegalZoom помогает предприятиям определиться с организационно-правовой формой новой компании. Так, например, пакет услуг по регистрации компании с ограниченной ответственностью (LLC) или Корпорации стоит в LegalZoom всего US\$ 99.00. Поскольку регистрация и функционирование корпорации требуют от сторон соблюдения определенных условий, то LLC, вероятно, лучше подходит для продажи как онлайн-продукт. Пакет услуг по созданию LLC включает не только помощь в выполнении таких стандартных регистрационных формальностей, как проверка уникальности имени компании и подача Устава компании (Articles of Association) в офис Госсекретаря штата, но также составление учредительного договора (Operating Agreement) с учетом потребностей клиента. В LegalZoom разработан трехэтапный процесс оказания услуг клиентам: (1) клиент заполняет относительно простую анкету; (2) LegalZoom изучает ответы клиента и составляет учредительный договор, а также подает документы компании (устав) в офис госсекретаря штата; (3) клиент получает пакет учредительных документов. Анкета содержит вопросы (и подсказки) о том, в каком штате клиент предпочел бы зарегистрировать компанию, какое название он хотел бы дать компании, каковы его требования к процедуре ликвидации компании, к структуре управления, к вопросам передачи долей участия в капитале, а также о налогообложении (отвечая на вопросы, клиент должен ставить «галочки» в соответствующих пунктах анкеты). Более дешевые юридические услуги, конечно, очень привлекательны, особенно для малых предприятий, поскольку теперь им не нужно обращаться за консультацией к специалисту по корпоративному праву, что было бы и дольше, и дороже: за менее доступные и более затратные по времени услуги юриста им пришлось бы заплатить порядка US\$ 1000.

Можно предположить, что для получения информации о бенефициарных собственниках корпоративных образований правительства стран, в рамках своих усилий по развитию предпринимательства и созданию рабочих мест, будут все больше опираться на систему расследований.<sup>70</sup> Будет ли такая система работать, зависит от возможности органов государственной власти или уполномоченных следователей получать доступ к необходимой информации. Малазийское корпоративное законодательство и, в меньшей степени, Закон номер 8 от 2010 г. «О предотвращении и искоренении преступления отмывания денег» содержат положения, предусматривающие возможность доступа органов государственной власти к информации о корпоративной и даже бенефициарной собственности. Реформы в этой области должны быть направлены на развитие внутриправительственного взаимодействия (как на национальном, так и на международном уровне) не только в целях получения и ведения учета точной информации о бенефициарных собственниках корпоративных образований, но также для совместного выявления и пресечения отмывания денег и уклонения от уплаты налогов.<sup>71</sup>

<sup>70</sup> См. The World Bank (by E. Van der Does Willebois *et al*), "The Puppet Masters, How the Corrupt Use Legal Structures to Hide Stolen Assets and What to Do About It", 2011. См. также The Economist, *Corruption, Grand schemes*, 29 October 2011.

<sup>71</sup> Очень плодотворной оказалась идея о развитии внутриправительственного взаимодействия в Австралии. В 2006 году был начат проект Wickenby, задачей которого было усиление межведомственного сотрудничества в целях борьбы с незаконным использованием корпоративных механизмов. Этот проект оказался очень успешным (это подтверждается тем, что "по задолженностям получено более \$1,1 млрд.; кроме того, в результате деятельности целевой рабочей группы Wickenby и благодаря повышению соблюдения норм законодательства участвующими в проекте налогоплательщиками возросла собираемость налогов"). См. <http://www.ato.gov.au/content/00220075.htm>. См. также В. Palmer, *Misuse of Corporate Vehicles for Illicit*

В этом отношении стоит упомянуть о такой инициативе ОЭСР, как Глобальный форум по вопросам прозрачности и обмена информацией для целей налогообложения. Изначально Глобальный форум был создан странами-членами ОЭСР, которые считали, что для целей сдерживания и предотвращения уклонения от уплаты налогов необходимы прозрачность и обмен информацией на международном уровне. В настоящее время участниками Глобального форума являются уже более 100 юрисдикций. Членство также открыто для стран, не входящих в ОЭСР, которые поддерживают следующие принципы: (1) приверженность реализации международных стандартов в области прозрачности и обмена информацией, (2) вклад в бюджет организации, а главное, - (3) участие в процессе проведения взаимных оценок, который состоит из двух этапов. На первом этапе производится оценка нормативно-правовой базы страны. На втором этапе рассматривается эффективность применения норм законодательства. Во Вставке 7 кратко сформулированы основные выводы, к которым участники Форума пришли по итогам проведения первого этапа оценки Индонезии, который был завершен в сентябре 2011 года.

**Вставка 7. Описание налогового режима Индонезии в части, касающейся бенефициарной собственности и использования корпоративных механизмов**

В Индонезии действуют комплексная система налогообложения физических лиц, а начиная с конца 1970-х годов - соглашения об избежании двойного налогообложения, предусматривающие международный обмен информацией. К категории корпоративных организаций относятся компании, партнерства, фонды и кооперативные общества. Для того чтобы получить возможность заниматься предпринимательской деятельностью на территории Индонезии, эти структуры должны обратиться за получением статуса юридического лица и/или зарегистрироваться в реестре предприятий.

При заполнении годовой декларации о подоходном налоге необходимо указывать сведения о собственности. Однако за непредоставление актуальных сведений о собственности фондов, не ведущих предпринимательской деятельности на территории Индонезии, а также за невыполнение доверительными собственниками иностранных трастов обязательства о ведении учета информации о бенефициарных собственниках этих трастов, никакие меры принудительного характера не предусмотрены.

Выпуск акций на предъявителя в Индонезии не разрешен. Образование трастов по индонезийскому законодательству также не допускается, но лицо, находящееся на территории Индонезии, может действовать в качестве доверительного собственника иностранного траста. Такие лица обязаны соблюдать положения законодательства о противодействии отмыванию денег и правило «знай своего клиента».

Взяты вместе, налоговое законодательство и закон «О корпоративных документах» 1997 года предусматривают необходимость хранения данных бухгалтерского учета в отношении всех соответствующих структур и образований, включая всю исходную документацию, в течение десяти лет. Однако в отношении иностранных трастов, не ведущих никакой предпринимательской деятельности на территории Индонезии, но имеющих доверительных собственников, которые являются резидентами Индонезии, никаких положений на этот счет не предусмотрено. Банки обязаны хранить всю банковскую информацию, в соответствии с законодательством о противодействии отмыванию денег; для того чтобы получить информацию, владельцем которой является банк, налоговые органы Индонезии требуют предоставления сведений об имени налогоплательщика.

*Источник:* Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes, Peer Review Report on Indonesia – Phase 1: Legal and Regulatory Framework, OECD 2011.

И все же, сколь бы ни были эффективны эти оценки, система расследований будет иметь ограниченное применение для миноритарных инвесторов публичных компаний и других заинтересованных сторон, которые, как уже говорилось, в основном полагаются на

легкодоступную информацию о контроле и структуре собственности публичных компаний, которая есть в открытых источниках. Поэтому гораздо более важным является функционирование в каждой конкретной стране действенной системы принуждения, которая позволяет обеспечить соблюдение публичными компаниями режима отчетности и раскрытия информации. В следующем разделе рассматриваются различные механизмы принуждения, которыми могут воспользоваться правительства и инвесторы для целей получения точной информации о структуре контроля и собственности в публичных компаниях.

## V. МЕХАНИЗМЫ ПРИНУЖДЕНИЯ И МЕРЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ

Поскольку есть механизмы, позволяющие получать доступ к информации о структурах бенефициарной собственности и контроля, то обязательно должны быть и надлежащие системы надзора и принуждения, которые обеспечивали бы полноту и правильность раскрываемой информации. Формы принуждения могут быть разными.<sup>72</sup> В таблице 9 приведена классификация стратегий и механизмов принуждения, которая дает представление о тех формах принуждения, которые могут использоваться для целей обеспечения раскрытия информации о структурах собственности и контроля в публичных компаниях.

Таблица 9. Классификация механизмов принуждения и мер воздействия

Виды принуждения	Публичные	Частные
Формальные (осуществляются в судебном порядке)	Судебные / уголовные санкции и штрафы Административные санкции и штрафы Постановления об устранении нарушений (могут быть вынесены судом, комиссиями по ценным бумагам, другими публичными органами) Ликвидация/ роспуск предприятия в целях защиты публичных интересов	Подача судебного иска миноритарными акционерами (в том числе производного иска) Подача иска другой группой заинтересованных лиц/ публичными органами/ саморегулируемыми организациями
Неформальные (осуществляются во внесудебном порядке)	Требование об устранении допущенных нарушений (со стороны комиссии по ценным бумагам) Публичное осуждение (со стороны комиссии по ценным бумагам) Общественное или частное порицание	Падение курса акций Потеря доверия (иностранных) инвесторов

Источник: по материалам J. Armour, *Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment*. In Armour, J. and Payne, J. eds. "Rationality in Company Law: Essays in Honour of Dan Prentice", Hart Publishing, 2009.

Механизмы принуждения можно подразделить на четыре категории: формальные механизмы публичного принуждения (осуществляются в судебном порядке), (2) неформальные механизмы публичного принуждения (осуществляются во внесудебном порядке), (3) формальные механизмы частного принуждения и (4) неформальные механизмы частного принуждения. Как оказалось, по такому параметру, как совокупность инструментов принуждения, используемых для целей обеспечения соблюдения законов и постановлений в сфере корпоративного управления, юрисдикции могут между собой очень сильно отличаться.<sup>73</sup>

Существуют также принципиальные различия с точки зрения степени жесткости мер принуждения. Вспомним хотя бы режимы прозрачности и раскрытия информации, действующие в Европе. Большинство стран-членов Европейского Союза ввели у себя

<sup>72</sup> См. M. Roe and H. Jackson, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 637, 2009.

<sup>73</sup> См. R. Kraakman *et al*, "The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach", Oxford University Press, 2009.

соответствующие нормы, согласно которым отечественные, а зачастую и иностранные посредники или акционеры первого и последующих уровней обязаны предоставлять соответствующую информацию публичным компаниям. В случае непредоставления такими посредниками или акционерами необходимой информации страны могут применить целый ряд мер принудительного характера – от формального частного принуждения (например, таких, как приостановление права голоса или замораживание дивидендов) до формального публичного принуждения (таких как наложение на посредников штрафов за неисполнение требований и даже официальный отзыв лицензий посредников).

В директивах Евросоюза, о которых шла речь выше, указано, что режимы прозрачности и раскрытия информации в инфраструктуре корпоративного управления могут быть эффективны только при наличии соответствующих правовых норм и других механизмов, обеспечивающих обязательное соблюдение этих режимов. Но при этом никакие конкретные меры принуждения или воздействия в отношении нарушителей (не говоря уже о системе санкций, обеспечивающей соблюдение установленных требований контролирующими бенефициарными собственниками) в этих директивах не прописаны. Вместо этого там говорится о том, что страны-члены ЕС должны реализовать у себя такие меры правового принуждения, которые были бы эффективными, пропорциональными допущенным нарушениям и обеспечивающими сдерживающий эффект. В соответствии с Директивой о предложениях по поглощению, в том случае, если публичные компании и их инвесторы не соблюдают требования в отношении отчетности об использовании механизмов усиления контроля, страны-члены должны определиться с санкциями, которые будут применяться за нарушение правил раскрытия информации. В том же ключе составлена и Директива о прозрачности: она требует, чтобы с целью обеспечения выполнения требований, изложенных в этой Директиве, а также мероприятий по ее внедрению, страны-члены своевременно выявляли любые случаи нарушения этих требований и мероприятий и, при необходимости, применяли санкции за такие нарушения. С этой целью меры и наказания должны быть достаточно убедительными, пропорциональными допущенным нарушениям и применяться последовательно. Кроме того, в каждой из стран членом должен быть назначен один компетентный орган, который возьмет на себя всю ответственность за надзор за соблюдением требований, предусмотренных данной Директивой, а также за международное сотрудничество с аналогичными органами других стран.<sup>74</sup> Этот орган должен иметь возможность публично раскрывать информацию обо всех принятых мерах и наказаниях, наложенных за нарушение положений, принятых в соответствии с данной Директивой, за исключением случаев, когда такое раскрытие может создать серьезную угрозу функционированию финансовых рынков или нанести непропорционально серьезный ущерб соответствующим лицам.

Совершенно очевидно, что сейчас, в эпоху глобализации и интернационализации, международное сотрудничество между органами, ответственными за сбор, раскрытие и защиту информации о структурах бенефициарной собственности и контроля, играет особенно важную роль. В целях эффективного содействия обмену информацией и расширению масштабов этого обмена за пределами единого внутреннего рынка - например, такого, каким является Европейский Союз, - стали создаваться ассоциации и объединения, которые поставили себе целью организовать и развивать международное сотрудничество в области разработки и пропаганды соблюдения общепринятых стандартов и лучших образцов мирового передового опыта, а также обмена информацией. Одним из примеров таких ассоциаций является Международная организация комиссий по ценным бумагам, МОКЦБ (International Organization of Securities Commissions, IOSCO).

---

<sup>74</sup> Например, директива «О предотвращении использования финансовой системы для отмывания денежных средств и финансирования терроризма» явным образом признает необходимость международного сотрудничества, включая обмен информацией между ПФР, в целях получения точной информации о структуре бенефициарной собственности и контроля, а главное - в целях обеспечения надлежащего соблюдения режима раскрытия информации.



В настоящее время МОКЦБ является организацией, устанавливающей стандарты более чем для 95% рынков ценных бумаг во всем мире. Так, например, ее «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг» (далее – «Принципы МОКЦБ») предлагают национальным регуляторам важные ориентиры, позволяющие им создавать и развивать эффективные и прозрачные фондовые рынки. Кроме того, в Принципах МОКЦБ содержатся рекомендации в области развития международного сотрудничества и обмена информацией между регуляторами, как публичной, так и предназначенной для внутреннего пользования.

МОКЦБ содействовала практической реализации этих рекомендаций, приняв многосторонний Меморандум о взаимопонимании (далее – «Меморандум МОКЦБ»), целью которого является развитие международного сотрудничества в области правоприменения и информационного обмена между национальными регуляторами. Условия Меморандума МОКЦБ способствуют обмену информацией и документами, позволяющими идентифицировать личность бенефициарных собственников публичных компаний и других корпоративных образований (см. пункт 7 Меморандума МОКЦБ). В этом отношении Меморандум МОКЦБ, вероятно, играет важную роль для режима соблюдения и обеспечения выполнения установленных норм регулирования рынков ценных бумаг – в том смысле, что он обеспечивает инвесторам доступ к своевременной и точной информации о бенефициарной собственности, в том числе и из-за рубежа. В следующем разделе рассматриваются механизмы публичного и частного принуждения, включая возможности по обмену информацией, имеющиеся в разных странах.

## **5.1 Сравнительный обзор**

Более детальное изучение действующих на уровне отдельных стран законов и постановлений в отношении раскрытия информации о бенефициарной собственности позволяет получить многочисленные примеры механизмов принуждения и мер воздействия, описанных выше.

### **5.1.1 Публичное принуждение**

Во всех юрисдикциях, о которых шла речь в этом документе, для целей публичного принуждения выделяются весьма значительные ресурсы. Так, итальянский финансовый регулятор CONSOB в случае несоблюдения компаниями и инвесторами режима раскрытия информации может наложить на них административные штрафы и взыскания. Кроме того, CONSOB может применить следующие официальные меры воздействия: (1) приостановление права голоса и (2) наложение штрафа в размере от 25,000 до 2,500,000 евро. В качестве мер неформального характера CONSOB может потребовать, чтобы акционер, нарушивший установленные правила, предоставил необходимую информацию о бенефициарной собственности в возможно короткий срок.

Еще один «неформальный» подход используется в Соединенных Штатах. Несмотря на то, что, согласно положениям Раздела 21 Закона о фондовых биржах (Securities and Exchange Act of 1934), Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) имеет право возбудить расследование и преследование нарушителей правил, установленных Разделом 13(d) этого закона, во многих случаях сотрудникам Комиссии достаточно просто напомнить нарушителям о необходимости выполнения своих обязательств и предложить им в кратчайший срок представить в SEC требуемые документы. Когда начинается расследование, на первом его этапе сотрудники SEC, как правило, направляют лицам, подозреваемым в нарушениях, а также соответствующим третьим сторонам неформальный запрос, в котором просят их о предоставлении необходимой информации в добровольном порядке и о сотрудничестве со следствием. Такие неформальные расследования обычно проводятся на конфиденциальной основе и нередко завершаются успешно, так что до возбуждения официального расследования дело даже не доходит.

В Малайзии формальные механизмы публичного принуждения, как правило, представляют собой штраф или тюремное заключение (либо и то и другое вместе). В зависимости от характера нарушения соответствующим уполномоченным органом будет либо Комиссия по компаниям Малайзии, либо Комиссия по ценным бумагам, а дело будет передано на рассмотрение Высокого суда в Куала-Лумпуре. Основные механизмы принуждения, используемые в Малайзии, приведены в таблице 10. Интересно отметить, что в Малайзии используется также неформальная система принуждения, которая, судя по всему, является довольно эффективной. В рамках тех полномочий, которые обеспечивают ей Требования листинга, Фондовая биржа Малайзии может, например, использовать неформальные механизмы публичного принуждения - в частности, направить публичной компании официальный запрос с требованием предоставить документы для целей проведения расследования. Если происходит нарушение правил, предусмотренных Требованиями листинга, то Фондовая биржа может применить к нарушителю любые меры и наложить на него любые взыскания, которые сочтет необходимыми. Фондовая биржа обязана уведомлять Комиссию по ценным бумагам о своих решениях в отношении нарушителей; это могут быть письменное предупреждение, вынесение частного или общественного порицания, а также письменное требование о соблюдении установленных правил. Применение в отношении публичной компании каких-либо мер и наложение на нее одного или нескольких взысканий, предусмотренных параграфом 16.19 Требованиям листинга, не исключают возможности последующего применения Фондовой биржей в отношении этой компании дополнительных мер и взысканий, которые Биржа сочтет необходимыми, в порядке, предусмотренном параграфом 16.18 Требованиям листинга.<sup>75</sup>

В теории, по крайней мере, для таких участников рынка, как публичные компании и их инвесторы, быстрота и гибкость неформальных процедур публичного принуждения достаточно привлекательны. Для них это выгоднее (с точки зрения связанных с этим затрат) не только потому, что это снижает издержки соблюдения действующего законодательства, но и потому, что это позволяет им устранить нарушения в менее официальной обстановке. Но, разумеется, отдавание предпочтения неформальным мерам публичного принуждения не делает более формальные механизмы публичного и частного принуждения ни устаревшими, ни излишними.

---

<sup>75</sup> В случае несоблюдения положений закона «О рынках капитала и услугах» 2007 г. или других положений законодательства о ценных бумагах, а также правил фондовой биржи, письменных уведомлений, руководств или условий, наложенных Комиссией по ценным бумагам [Раздел 354 (1) и (3)], Комиссия по ценным бумагам имеет право применить в отношении нарушителя любую из следующих мер, одну или несколько: (1) указать лицу, допустившему нарушение, на необходимость соблюдения правил или положений или принятия к исполнению соответствующих письменных уведомлений, условий или руководств; (2) наложить на нарушителя штраф, соответствующий серьезности или тяжести нарушения, в размере, не превышающем 500,000 малазийских рингит; (3) вынести нарушителю порицание; (4) потребовать, чтобы нарушитель принял меры, которые Комиссия по ценным бумагам сочтет достаточными для устранения допущенного нарушения или смягчения его последствий, включая возмещение ущерба лицам, пострадавшим от этого нарушения; (5) в отношении учредителя или директора корпорации Комиссия по ценным бумагам может в дополнение к мерам, упомянутым выше, применить также следующие меры: (а) объявить мораторий на все сделки с ценными бумагами корпорации, совершаемые ее учредителем или директором; или (б) выступить с публичным заявлением о том, что, по мнению Комиссии по ценным бумагам, сохранение данного директора в должности нанесет ущерб публичным интересам. В случае, если Комиссия по ценным бумагам принимает какие-либо меры в отношении любого лица в соответствии с правилами фондовой биржи, Комиссия по ценным бумагам должна направить фондовой бирже письменное уведомление с изложением оснований для принятия мер и с описанием тех мер, которые предлагается применить [Раздел 354(6)].

Таблица 10. Механизмы принуждения, используемые в Малайзии

Виды принуждения	Публичные	Частные
Формальные	Закон Малайзии «О компаниях» 1965 – несоблюдение требований крупными акционерами: (a) штрафы, (b) тюремное заключение, или (c) ограничения на передачу акций Закон Малайзии «О рынках капитала и услугах» 2007 – нарушение требования о раскрытии информации может повлечь за собой штраф и даже тюремное заключение	Закон Малайзии «О компаниях» 1965 (Раздел 181А) – Производный иск
Неформальные	Требования листинга – письменные предупреждения / порицания Закон Малайзии «О рынках капитала и услугах» 2007 – официальные предписания / порицания	нет

### 5.1.2 Частное принуждение

Частное принуждение отличается от публичного тем, что оно осуществляется не государственными, а частными субъектами экономической деятельности. Действующие в рамках инфраструктуры корпоративного управления страны законы о компаниях или нормативные акты, регулирующие порядок обращения ценных бумаг, как правило, позволяют публичным компаниям или их миноритарным инвесторам оспорить решение акционеров компании, если решающий голос при принятии этого решения принадлежал неназванному владельцу контрольного пакета акций. В Соединенных Штатах федеральное законодательство о ценных бумагах предусматривает целый ряд средств правовой защиты для частных лиц, которые требуют возмещения убытков, понесенных ими в результате соответствующих нарушений федерального законодательства о ценных бумагах. В Соединенных Штатах акционеры и компании имеют право подать в федеральный суд частный иск в отношении лиц, нарушивших положения Раздела 13 (d) об обязательствах раскрытия информации о бенефициарной собственности или допустивших другие нарушения Закона о фондовых биржах.

Действующий в рамках режима раскрытия информации о структуре собственности и контроля механизм частного принуждения представляется очень важным с точки зрения обеспечения защиты интересов миноритарных инвесторов публичных компаний, в которых есть крупные акционеры. Для того чтобы подать на контролирующего акционера в суд за нарушение им своих «фидуциарных обязанностей» по обеспечению компании и ее миноритарных инвесторов необходимой информацией, в некоторых юрисдикциях - например, в Малайзии - предусмотрена возможность подачи так называемого «производного иска». С точки зрения ответчика, стимулы для подачи такого иска зависят от природы и характера судебного разбирательства и от размера получаемой компенсации. Производные иски подаются одним или несколькими акционерами от имени и в интересах компании в целом. К категории производных исков относятся, например, иски о незаконном присвоении активов компании. Не вызывает сомнений, что такие иски нередко бывают необходимы для того, чтобы заблокировать попытки контролирующих акционеров «нажиться» в результате сделок с компанией, совершаемых ими в собственных интересах, поскольку, как мы убедились, действия менеджеров компании часто в значительной степени контролируются ее крупными акционерами.

Однако производные иски сопряжены с высокими судебными издержками, при том что исход дела далеко не всегда может оказаться в пользу истца. Успех будет зависеть от доступа миноритарных акционеров к информации о бенефициарной собственности, заинтересованности адвокатов, а также от уровня развития судебной системы. Но даже там, где судебная система развита и функционирует хорошо, иски, связанные с удовлетворением требований миноритарных акционеров, зачастую бывают бесполезны из-за дорогостоящих и

обременительных процедур, с ними связанных. В целях расширения возможностей для подачи производного иска законом Малайзии «О компаниях» предусматривается, что суд может издавать приказы, которые сочтет необходимыми для достижения этой цели, включая приказы, в соответствии с которыми любое лицо обязано оказывать истцу помощь и информационную поддержку, в том числе предусматривающую проверку бухгалтерской отчетности компании [Раздел 181E (1) (с)]. Но несмотря на то, что закон «О компаниях» предусматривает обязательные гарантии защиты прав и интересов миноритарных инвесторов, общепризнанным является факт, что для действенности этих гарантий необходимо, чтобы акционеры Малайзии были лучше осведомлены о своих правах и средствах правовой защиты

В этой связи механизмы частного принуждения необходимо дополнить соответствующими публичными процедурами по усилению защиты прав миноритарных акционеров. Следует также подчеркнуть, что преимущества использования формальных механизмов публичного принуждения - это предсказуемость и правовая определенность, тогда как плюсами неформальных механизмов публичного принуждения являются гибкость и благожелательное отношение к клиенту.

### **5.1.3 Международное сотрудничество и обмен информацией**

Как уже говорилось, интернационализация и инновации на финансовых рынках требуют расширения сотрудничества между национальными финансовыми регуляторами и другими правоприменительными органами. Поскольку объем иностранной собственности на внутренних фондовых рынках растет,<sup>76</sup> то возникает настоятельная необходимость усиления защиты инвесторов, а для этого, в свою очередь, необходимо расширение обмена информацией и сотрудничества в области правоприменения и надзора за деятельностью финансовых рынков и рыночных посредников. Учитывая сказанное, не удивительно, что страны, о которых шла речь в этом документе, не только являются членами МОКЦБ, но и подписали Меморандум МОКЦБ. Исключением является только Индонезия, которая является членом МОКЦБ, но Меморандум МОКЦБ пока не подписала, так как находится в процессе ожидания официального одобрения, которое позволит ей стать полноправным участником Меморандума МОКЦБ.<sup>77</sup>

Поскольку мы признаем, что финансовые рынки становятся все более интернациональными и сложноорганизованными, то введение в национальные нормативно-правовые базы «обязательств» по обмену информацией, вероятно, должно содействовать дальнейшему развитию международного сотрудничества в области обеспечения соблюдения норм, направленных на защиту интересов миноритарных инвесторов публичных компаний и других заинтересованных сторон. Рассмотрим, к примеру, Раздел 150 (2) закона Малайзии «О Комиссии по ценным бумагам» 1993 года, в соответствии с которым Комиссия по ценным бумагам имеет право, по получении от иностранного надзорного органа письменного запроса о помощи в расследовании предполагаемого нарушения законодательных или нормативных требований, которое данный иностранный надзорный орган осуществляет или проведением которого руководит, оказывать этому иностранному надзорному органу помощь посредством проведения расследования указанного предполагаемого нарушения или предоставить этому иностранному надзорному органу иную помощь, которую Комиссия по ценным бумагам сочтет необходимой.

---

<sup>76</sup> См. С.Т. Hin, *Foreigners Boost Ownership of Malaysian Stocks to Two-Year High, CIMB Says*, Bloomberg, 27 October 2010. См. также S. Ghon Rhee and J. Wang, *Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia*, Working Paper, December 2008.

<sup>77</sup> Индонезийский регулятор фондового рынка (Агентство по надзору за деятельностью финансовых учреждений и рынков капитала, ВАРЕПАМ-ЛК) указан в Приложении Б Меморандума МОКЦБ.

Примерно в том же ключе составлен и Раздел 24(с) американского Закона о фондовых биржах; он предусматривает, в частности, что Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) имеет право, если сочтет целесообразным, предоставлять информацию и документы, предназначенные для внутреннего пользования, определенной категории лиц, в том числе местным и иностранным контрагентам, если у таких лиц возникает необходимость в получении этих сведений и если они дадут соответствующие гарантии конфиденциальности получаемой информации. Комиссией по ценным бумагам и биржам было принято Правило 24с-1 Раздела 24(с), в соответствии с которым SEC имеет право предоставлять информацию, предназначенную для внутреннего пользования, федеральному правительству, правительству штата, местному правительству, правительству иностранного государства и даже иностранному финансовому органу. Согласно положениям Раздела 21(а)(2) Закона о фондовых биржах, Комиссия по ценным бумагам и биржам может также оказывать помощь надзорному органу иностранного государства, если этот орган заявит, что он проводит расследование возможных нарушений законов этого государства. Комиссия по ценным бумагам и биржам может предоставлять информацию в своих общедоступных файлах, а также, в соответствии с Разделом 21(а)(2), собирать информацию и доказательства, которые ее просит предоставить финансовый регулятор иностранного государства. Так, например, SEC может от имени иностранного контролирующего органа принудить лицо к предоставлению доказательств и даче свидетельских показаний. По-видимому, оптимальный вариант взаимодействия и сотрудничества между национальными надзорными органами обеспечивают национальные правовые нормы, предусматривающие необходимость обмена информацией на международном уровне.

## 5.2 Основные выводы и ключевые идеи

Таким образом, с учетом изложенных выше фактов, проблема состоит в том, чтобы найти оптимальное сочетание формальных и неформальных мер публичного принуждения, которое способствовало бы эффективному раскрытию контролирующими бенефициарными собственниками информации о своей личности и о своих намерениях перед другими инвесторами и рынком в целом. В процессе поиска этого оптимального сочетания очень важно рассмотреть возможность введения сегментированной системы принуждения. По-видимому, немаловажную роль в этой системе будут играть неформальные механизмы принуждения – например, «запросы о предоставлении информации», а также практика вынесения общественного или частного порицания. Если и сам режим раскрытия информации, и система принуждения к его соблюдению будут обладать таким качеством, как гибкость, то это будет способствовать сближению правительств и надзорных органов с рынком и деловым сообществом. Преимущество такого подхода очевидно, поскольку в этом случае правительства и надзорные органы скорее будут вовлекать деловое сообщество в свою деятельность в области нормативно-правового регулирования, а это является необходимым условием разработки по-настоящему эффективных норм.

Есть ряд причин, позволяющих предположить, что в условиях глобализации и усложнения деловой среды неформальные механизмы принуждения к соблюдению действующих норм и правил, касающихся отчетности и раскрытия информации, действительно являются очень эффективным средством. В частности, неформальные механизмы публичного принуждения дают возможность разрешения конфликтов путем сотрудничества государственных органов с частными компаниями, предполагающего целый ряд более мягких инструментов решения конкретных проблем.<sup>78</sup> Такой подход может способствовать более последовательному раскрытию информации со стороны публичных компаний, а от этого выиграют миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны во всем мире. Учитывая сложность инвестиционных структур, создаваемых бенефициарными собственниками, создается такое

---

<sup>78</sup> См. J.M. Mendoza, *The Untapped Potential of Alternative Markets*, 6, Capital Markets Law Journal 364, 2011.

впечатление, что неформальные меры принуждения будут все-таки более эффективными, чем прямое формальное вмешательство.

Нельзя также забывать и о том, какой объем работы приходится выполнять государственным регулирующим органам только для того, чтобы просто осознать, какими будут последствия их вмешательств для финансового рынка и какова в итоге будет эффективность этих вмешательств. Для того чтобы система правоприменения была эффективной, надо понять, какие меры будут способствовать диалогу и обмену информацией между контролирующими органами и частными субъектами экономической деятельности, так чтобы уровень соблюдения стандартов отчетности и раскрытия информации на международном финансовом рынке был более высоким. И в этом отношении роль неформальных, внесудебных механизмов принуждения трудно переоценить. Внесудебные механизмы уменьшают бремя, ложащееся на регулирующие и контролирующие органы; такие механизмы быстры и эффективны, они способствуют сближению регулирующих и контролирующих органов с деловым сообществом и развитию международного сотрудничества.

## VI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В этом сравнительном исследовании были рассмотрены режимы прозрачности и раскрытия информации о структурах бенефициарной собственности и контроля, используемых в публичных компаниях таких стран, как Китай, Франция, Индонезия, Италия, Малайзия и США. Как мы убедились, очень важно обеспечить соблюдение четких правил раскрытия информации, требующих, чтобы бенефициарные собственники крупных пакетов акций раскрывали сведения о своей личности, а иногда даже и своих намерениях. Как выяснилось, общепризнанным пороговым значением, при превышении которого подлежит раскрытию информация о прямом или косвенном владении ценными бумагами любого класса, является 5%. Тем не менее, определение понятия «бенефициарный собственник» должно быть достаточно гибким и сбалансированным; это нужно для того, чтобы обеспечить возможность увязывать его в случае необходимости с возможными изменениями в поведении рынка, что, в свою очередь, позволит регулирующим и надзорным органам распространить действие этого определения на инвесторов, которые используют инновационные финансовые инструменты только для целей осуществления контроля над публичными компаниями

Как уже говорилось, основное внимание в режимах раскрытия информации следует уделять вопросам контроля над компаниями. В этой связи представляется абсолютно необходимым, чтобы раскрытие информации о механизмах усиления контроля осуществлялось на регулярной основе. Например, в США раскрытие информации о специальных механизмах контроля, предполагающих отклонение от стандартного правила, в соответствии с которым право голоса (контроля) эквивалентно праву на денежные потоки (собственность), - например, о выпуске множественных акций, - должно производиться ежегодно, а соответствующие сведения должны публиковаться на видном месте в финансовой отчетности публичной компании, а также на ее сайте, и оперативно обновляться в случае изменения этой информации.

Поскольку для сокрытия от общества и других инвесторов сведений о своей личности контролирующие бенефициарные собственники нередко используют местные и оффшорные корпоративные образования, то в нашем исследовании мы также рассмотрели вопрос, тесно с этим связанный, - а именно, проблему раскрытия информации о бенефициарных собственниках таких корпоративных образований. В этой связи были упомянуты международные и местные инициативы по противодействию злоупотреблениям корпоративными механизмами в незаконных целях. Совершенно очевидно наличие взаимосвязи между умением скрыть от надзорных органов информацию о личности бенефициарных собственников и вероятностью использования корпоративных механизмов для целей противоправной деятельности. Распространенность такой противоправной деятельности говорит о том, что игнорировать эту проблему невозможно, а ее решение может потребовать комплексных мер. При этом предложить четкие и эффективные решения здесь может быть непросто, к тому же нет гарантий, что этот вопрос немедленно станет приоритетным в повестках дня реформ законодательства. Последнее объясняется очень просто: речь идет о компромиссе между относительной простотой создания новых корпоративных образований и вероятностью незаконного использования этих механизмов.

Абсолютно необходимо обеспечить, чтобы бенефициарные владельцы крупных пакетов акций соблюдали действующие законы и постановления по вопросам раскрытия информации, имеющие отношение к публичным компаниям. В этом смысле ключевыми факторами,

оказывающими влияние на качество инфраструктуры корпоративного управления страны, являются механизмы принуждения и возможности вмешательства в тех случаях, когда конечные бенефициарные собственники не соблюдают эти законы и постановления. Как мы убедились, у механизмов частного принуждения со стороны индивидуальных инвесторов есть определенные недостатки, поэтому такие инвесторы, скорее всего, прибегнут к мерам публичного принуждения, которые должны осуществляться либо государственными органами (например, регуляторами финансового рынка), либо частными институтами, обладающими полугосударственными полномочиями (например, фондовыми биржами).

В своем исследовании мы отметили важность неформальных механизмов публичного принуждения и мер воздействия с точки зрения обеспечения высокого уровня прозрачности и раскрытия информации на (развивающихся) финансовых рынках. Выбрав неформальный путь вмешательства, правительство получает возможность действовать быстро и решительно, что способствует улучшению инфраструктуры корпоративного управления, в рамках которой функционируют компании. Кроме того, есть ощущение, что в долгосрочном плане гибкий и сбалансированный режим раскрытия информации вкупе с неформальными механизмами публичного принуждения является более эффективным. Неформальное взаимодействие государства с публичными компаниями, их инвесторами и другими заинтересованными сторонами в менее официальной обстановке помогает лучше понять, каковы намерения контролирующих собственников и какими инструментами они пользуются для достижения своих целей. Кроме того, в условиях непрерывных изменений и интернационализации финансовых рынков это позволяет лучше понять инновационные и сложные структуры собственности и контроля (например, такие, как производные финансовые инструменты на акции с денежными расчетами). С точки зрения факторов, о которых шла речь выше, проблема состоит в том, чтобы найти оптимальное сочетание формальных и неформальных механизмов принуждения, которое наилучшим образом способствовало бы раскрытию бенефициарными собственниками информации о структуре контроля и о своих намерениях перед компанией, другими инвесторами и рынком в целом.

В своем сравнительном исследовании мы предложили пять важных рекомендаций по совершенствованию режимов отчетности и раскрытия информации бенефициарными собственниками публичных компаний и созданию системы стимулов к соблюдению этими собственниками установленных норм и правил:

1. Хорошая инфраструктура корпоративного управления должна способствовать участию крупных инвесторов и, вместе с тем, обеспечивать правовую защиту интересов миноритарных инвесторов и других заинтересованных сторон. Совершенно очевидно, что без доступа к достоверной информации о собственности, в том числе о личности контролирующих собственников и о структуре контроля публичных компаний, организовать защиту миноритарных инвесторов будет затруднительно. Тем не менее, несмотря на очевидные преимущества, режим отчетности и раскрытия информации имеет и свои издержки. Как мы видели, создание сбалансированного режима отчетности и раскрытия информации является задачей не из легких. В частности, для того, чтобы требования к отчетности и раскрытию информации приносили практическую пользу, они должны сопровождаться соответствующими механизмами расследования и принуждения, действующими как *де-юре*, так и *де-факто*.
2. Для того чтобы миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны могли получать необходимую информацию о структурах бенефициарной собственности и контроля в публичных компаниях, конечные бенефициарные собственники этих компаний должны соблюдать простые и понятные правила, обязывающие их обеспечивать прозрачность на всех уровнях владения акциями. При этом излишне строгие нормы и правила в этой области могут иметь контрпродуктивный эффект.



Несоразмерно высокие требования к прозрачности могут не только препятствовать участию крупных внешних акционеров – например, институциональных инвесторов, - но и усугублять проблему информационной перегрузки, которая присуща финансовым рынкам и без того. Гибкость и сбалансированность должны быть определяющими характеристиками действующего в стране режима отчетности и раскрытия информации по двум причинам. Во-первых, преимущество гибкости (вне зависимости от того, каким образом она обеспечивается: за счет ли возможности отнесения лица к категории «бенефициарных собственников», используя в каждом конкретном случае «индивидуальный подход», или за счет введения правил, позволяющих регуляторам запрашивать у компаний необходимую дополнительную информацию) состоит в том, что она позволяет приспособлять режим отчетности и раскрытия информации к возникающим изменениям на рынке и развитию новых финансовых технологий. Во-вторых – и это связано с только что сказанным, - гибкость режима раскрытия информации позволяет регуляторам уделять более пристальное внимание тем бенефициарным собственникам, которые используют сделки с производными финансовыми инструментами в целях получения контроля над публичными компаниями.

3. Отчетность и раскрытие информации особенно важны, когда дело касается информации о контроле над публичными компаниями. Поэтому необходимо обеспечить, чтобы законы и постановления по вопросам раскрытия информации обязывали крупных акционеров сообщать об использовании ими тех или иных механизмов усиления контроля. Усиление режима раскрытия информации приведет не только к повышению уровня прозрачности, но и к уменьшению масштабов использования (а также популярности) таких механизмов. Вместе с тем, результаты использования механизмов усиления контроля молодыми высокотехнологичными публичными компаниями, а также семейными фирмами позволяют предположить, что рынок все-таки в состоянии отличить компании, которые применяют механизмы усиления контроля разумно и на законных основаниях, от компаний с несбалансированной или неэффективной структурой контроля.
4. Миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны, желающие выяснить, что собой представляет структура контроля в публичной компании, могут обратиться для этой цели к правилам, которые защищают общество от преступлений, связанных с отмыванием денег и финансированием терроризма. Поскольку для сокрытия информации о себе контролирующие бенефициарные собственники обычно используют местные и/или оффшорные корпоративные образования, то получить информацию о структуре контроля в публичной компании может помочь законодательство в области противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма. Но поскольку миноритарные инвесторы и другие заинтересованные стороны чаще всего вынуждены полагаться на легкодоступную информацию о контроле и структуре собственности публичных компаний, имеющуюся в открытых источниках, то даже самая эффективная система противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (которая предполагает наличие сложной и разветвленной схемы межведомственного сотрудничества) в этом смысле будет иметь для них весьма ограниченное применение.
5. Ну и последнее требование заключается в том, что для соблюдения режима отчетности и раскрытия информации каждой стране необходима действенная система механизмов принуждения и мер воздействия, обеспечивающих это соблюдение. Для того чтобы режим отчетности и раскрытия информации был эффективным, он должен сопровождаться совокупностью механизмов публичного и частного расследования и принуждения, которые способствуют регулярному и своевременному раскрытию бенефициарными собственниками информации о структуре контроля компаний, а

также сведений о себе и о своих намерениях. В поисках оптимального сочетания таких механизмов правительства, в идеале, должны внедрять и развивать внесудебные, неформальные механизмы принуждения – например, «запросы о предоставлении информации», а также практику вынесения общественного или частного порицания. В этом смысле также важно, чтобы законодательные, регулирующие и другие директивные органы оказывали всяческую поддержку международному сотрудничеству и обмену информацией – например, путем принятия многостороннего Меморандума о взаимопонимании МОКЦБ. Разумеется, существенная информация о контролирурующих акционерах компаний часто публикуется на сайтах фондовых бирж или соответствующих надзорных органов. Однако в процессе расследования не менее важной может оказаться возможность доступа к информации, предназначенной для внутреннего пользования. Именно поэтому считается, что ключевым фактором, обеспечивающим соблюдение норм и требований в области раскрытия информации является надлежащее функционирование режима международного обмена информацией.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- American Bar Association, “Voluntary Good Practices Guidance for Lawyers to Detect and Combat Money Laundering and Terrorist Financing”, 23 April 2010.
- Amit, R., Y. Ding, B. Villalonga and H. Zhang, *The Role of Institutional Development in the Prevalence and Value of Family Firms*, Harvard Business School Working Paper 10-103, 2010.
- Bebchuk, L.A. and R.J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 702, July 2011.
- Bloch, B., *Information Overload: How It Hurts Investors*, 28 April 2011.
- Bratton, W.W. and J.A. McCahery, *Incomplete Contracts Theories of the Firm and Comparative Corporate Governance*, 2 Theoretical Inquiries in Law 745, 2001.
- Brunnermeier, M.K. and M. Oehmke, *Complexity in Financial Markets*, Working Paper, 2009.
- Claessen, S., S. Djankov and L.H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 58 Journal of Financial Economics 81, 2000.
- Cummings, L.P. and Paul T. Stepnowsky, *My Brother’s Keeper: An Empirical Study of Attorney Facilitation of Money-Laundering through Commercial Transactions*, Working Paper, 24 February 2011.
- De Nardis, E.S. and M. Tonello, *Know Your Shareholder: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests*, Conference Board Director Notes No. DN-009, July 2010.
- Easterbrook, F.H. and D.R. Fischel, “The Economic Structure of Corporate Law”, Harvard University Press, 1991.
- Economist, *Dual-class share structures, The cost of control*, 23 July 2011.
- Enriques, L., M. Gargantini and V. Novembre, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, Uniform Law Review 15, 2010.
- Erkens, D.H., M. Hung and P.P. Matos, *Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide*, ECGI – Finance Working Paper No. 249/2009.
- European Central Bank and Target 2 Securities, T2S Taskforce on Shareholder Transparency – Final Report to the T2S Advisory Group, Version: 28 February 2011.
- European Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues, SEC(2009) 611, 27 May 2010.
- European Commission, Meeting with EU Private Stakeholders on Anti-Money laundering and Counter Terrorist Financing Policy, 17 February 2011.
- European Commission, Commission Staff Working Paper, Impact Assessment SEC(2011) 1279 final, 25 October 2011.

- Financial Action Task Force (FATF), RBA Guidance for Legal Professionals, 2008.
- Ghon Rhee, S. and J. Wang, *Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence from Indonesia*, Working Paper, December 2008.
- Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes, “Peer Review Report on Indonesia – Phase 1: Legal and Regulatory Framework”, OECD 2011.
- Hill, L.L., *The Financial Action Task Force Guidance for Legal Professionals: Missed Opportunities to Level the Playing Field*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 151.
- Hin, C.T., *Foreigners Boost Ownership of Malaysian Stocks to Two-Year High, CIMB Says*, Bloomberg, 27 October 2010.
- Holderness, C.G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, FRBNY Economic Policy Review, April 2003.
- Hu, H.T.C. and B. Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 *Business Lawyer* 1011, 2006.
- Ishak, Z. and C. Napier, *Expropriation of Minority Interests and Corporate Diversification in Malaysia*, 2 *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 85, 2006.
- Kettunen, M. and W-G Ringe, *Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity derivatives – An Intentions-Based Approach*, University of Oxford, Legal Research Paper Series, July 2011.
- Kraakman, R. *et al*, “The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach”, Oxford University Press, 2009.
- Le club des juristes (Commission Europe), *Recommendations and Best Practice for Issuers and Institutional Investors*, April 2010.
- McCahery, J.A. and E.P.M. Vermeulen, “Corporate Governance of Non-Listed Companies”, Oxford University Press, 2008.
- McCahery, J.A. and E.P.M. Vermeulen, *The Case Against Reform of the Takeover Bids Directive*, 22 *European Business Law Review* 2011.
- McCahery, J.A., E.P.M. Vermeulen, M. Hisatake and J. Saito, *Traditional and Innovative Approaches to Legal reform: “the New Company Law”*, 8 *European Business Organization Law Review* 7, 2007.
- Mendoza, J.M., *The Untapped Potential of Alternative Markets*, 6 *Capital Markets Law Journal* 364, 2011.
- Mendoza, J.M., C.F. Van der Elst and Erik P.M. Vermeulen, *Entrepreneurship and Innovation, The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe*, 7 *South Carolina Journal of International Law & Business* 1, 2010.
- OECD, “Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes”, 2001.
- OECD, “Options for Obtaining Beneficial Ownership and Control Information”, February 2002.
- OECD, “Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages”, June 2009.

- Paton, P.D., *Co-operation, Co-option or Coercion? The FATF Lawyer Guidance and Regulation of the Legal Profession*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 165.
- Podgor, E.S., *Regulating Lawyers: Same Theme, New Context*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 191.
- Reyes, F.R. and E.P.M. Vermeulen, *Company Law. Lawyers and Innovation: Common Law versus Civil Law*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics 2011-3 Working Paper.
- Roe, M. and H. Jackson, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper 637, 2009.
- Securities and Exchange Commission, *Beneficial Ownership Reporting Requirements and Security-based Swaps* (SEC Release NO. 34-64628, June 8, 2011)
- Shearman & Sterling, Institutional Shareholder Services and European Corporate Governance Institute, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, External Study Commissioned by the European Commission.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 *The Journal of Finance* 737, 1997.
- Terry, L.S., *An Introduction to the Financial Action Task Force and Its 2008 Lawyer Guidance*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 3.
- Tyre, C., *Anti-Money Laundering Legislation: Implementation of the FATF Forty Recommendations in the European Union*, 2010 *Journal of the Professional Lawyer* 69.
- Van der Elst, C. and E.P.M. Vermeulen, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Do Institutional Investors Matter?*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics 2011-2 Working Paper.
- Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, *Letter to the Securities and Exchange Commission – Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities and Exchange Act of 1934*, 7 March 2011.
- Watanabe, M., *Separation of Control and Cash-Flow Rights of State-owned Listed Enterprises: Channels of Expropriation after the Discriminated Share Reform in China*, Institute of Developing Economies, Discussion Paper No. 224, 2010.
- Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP, *Letter to the Securities and Exchange Commission – Consideration of Section 13(d) Rules*, File No. 4-624, 5 August 2011.
- World Bank IFC, *Doing Business 2011, Making a Difference for Entrepreneurs* ([www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org))
- World Bank, *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), Corporate Governance Country Assessment, Malaysia*, June 2005.
- World Bank (by E. Van der Does Willebois *et al*), *The Puppet Masters, How the Corrupt Use Legal Structures to Hide Stolen Assets and What to Do About It*, 2011. See also *The Economist*, *Corruption, Grand schemes*, 29 October 2011.
- Xiao, S., *How Do Agency Costs Affect Firm value? – Evidence from China*, Working Paper 2009.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### АНКЕТА

#### ПЕРВЫЙ ШАГ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ: РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ О СОБСТВЕННОСТИ И КОНТРОЛЕ

##### Анкета

Благодарим вас за участие в исследовании, посвященном вопросам корпоративного управления и раскрытия информации о структурах собственности и контроля в публичных компаниях. Принято считать, что законодательство и нормативно-правовое регулирование в области раскрытия информации играют решающую роль в непосредственном или косвенном выявлении злоупотреблений и оппортунистического поведения со стороны контролирующих акционеров публичных компаний или их конечных собственников, а также в противодействии таким злоупотреблениям. Целью данного исследования является сбор информации и оценка действующих в вашей юрисдикции системы и методов законодательного и нормативно-правового регулирования в области раскрытия информации о структурах собственности и контроля, а также связанных с этим механизмов принуждения. Ваши ответы послужат ценным вкладом в исследование и будут включены в отдельный сравнительный отчет. Анкета состоит из двух частей: (а) Система и методы нормативно-правового регулирования и (б) Механизмы принуждения, и содержит 15 вопросов.

Еще раз благодарим вас за то, что уделили время для участия в исследовании. Ждем ваших ответов до **14 июля 2011 г.**, которые мы просим вас направлять в ОЭСР по адресу электронной почты [fianna.jesover@oecd.org](mailto:fianna.jesover@oecd.org), (копия - [anne.nestour@oecd.org](mailto:anne.nestour@oecd.org)).

## Система и методы нормативно-правового регулирования

### I. *Корпоративное управление и миноритарные акционеры*

Если в публичной компании есть мажоритарные или контролирующие акционеры, то возникает проблема надлежащей защиты интересов ее миноритарных акционеров. Для того чтобы иметь возможность выявлять и урегулировать конфликты интересов, возникающие, например, в случае совершения оппортунистических сделок со связанными лицами, очень важно понимать, что на самом деле представляет собой структура собственности и контроля в компании, а также - что еще важнее - знать, кто те лица, которые должны считаться ее конечными собственниками и/или контролирующими акционерами.

Понять это зачастую бывает непросто, и объясняется это отсутствием необходимых нормативно-правовых требований в отношении раскрытия информации об использовании сложных структур, которые нередко мешают уяснить, как связаны между собой права собственности и контроля: по большей части, раскрытие информации производится на уровне прямых акционеров (в том числе попечителей). Например, публичные компании часто используют механизмы усиления контроля - такие как пирамидальные структуры, перекрестное владение акциями, неголосующие акции, производные финансовые инструменты на акции (депозитарные расписки), а также коалиции акционеров и акционерные соглашения. Следующие далее вопросы касаются защиты интересов миноритарных акционеров, которую обеспечивает структура корпоративного управления в вашей юрисдикции.

1. Что собой представляют основные источники права (например, законодательство о компаниях или законодательство о ценных бумагах), нормативно-правовое регулирование (например, правила листинга) и методы (например, введение необязательных принципов корпоративного управления), касающиеся раскрытия информации о структуре собственности и контроля в целях защиты интересов миноритарных акционеров и предотвращения конфликта интересов?
2. Какие законодательные и нормативно-правовые требования действуют в целях обеспечения: (а) раскрытия информации об участии в акционерном капитале компаний; (б) раскрытия информации о структурах (бенефициарной) собственности и контроля (например, существует ли в нормативно-правовой базе определение понятия «контроль»?); (в) раскрытия информации о механизмах усиления контроля; и (г) раскрытия информации о личности конечных собственников и/или лиц, осуществляющих контроль над публичной компанией? Пожалуйста, опишите: (а) какую именно информацию следует раскрывать; (б) когда следует раскрывать эту информацию; и (в) кто отвечает за раскрытие информации (например, существует ли у менеджмента компании обязательство о предоставлении сведений о структуре собственности и контроля в компании или об использовании механизмов усиления контроля)?
3. Пожалуйста, укажите: (а) кому именно (например, какому государственному или регулирующему органу) должна быть предоставлена информация, подлежащая раскрытию; и (б) для какой цели эта информация используется на практике?
4. Существуют ли законодательная норма, постановление или административное правило, которые позволяют правительственным органам или органам государственного регулирования получать информацию и обмениваться ею со своими иностранными партнерами?

5. Какие правительственные органы или другие структуры отвечают за разработку и обеспечение соблюдения законодательных положений или норм регулирования, касающихся раскрытия информации о структурах собственности и контроля?
6. Существуют ли какие-либо влиятельные группы акционеров или другие группы, объединенные общими интересами, которые добиваются проведения реформ в области раскрытия информации о структурах собственности контроля в вашей юрисдикции?
7. Существуют ли какие-либо виды судебного, административного или иного производства, в рамках которого миноритарные акционеры могут попытаться получить информацию о структурах собственности и контроля в публичных компаниях?

## ***II. Корпоративное управление и злоупотребление корпоративными механизмами в незаконных целях***

Корпоративное управление – это вопрос, касающийся не только защиты миноритарных акционеров, но и интересов других акционеров компании, а также общества в целом. В этой связи важно отметить растущую озабоченность по поводу тех масштабов, в которых корпоративные юридические лица, в том числе корпорации, трасты и фонды, используются для целей уклонения от уплаты налогов, отмывания денег и других злоупотреблений и незаконных операций.

Раскрытие информации о структурах собственности и контроля, касающейся учреждения и использования конкретного местного юридического лица (или, если речь идет о прямых иностранных инвестициях, иностранного юридического лица), может играть важнейшую роль для понимания сложных схем и структур собственности в публичных компаниях. Несмотря на то, что факты злоупотреблений корпоративными механизмами трудно поддаются выявлению, принято считать, что (потенциальные) злоупотребления можно ограничить, если организовать обмен информацией о (бенефициарной) собственности и контроле. Обеспечить такой обмен информацией можно с помощью ряда нормативно-правовых мер, которые включают в себя: (1) предварительное раскрытие информации о структурах (бенефициарной) собственности и контроля перед уполномоченными органами; (2) введение обязательного требования, в соответствии с которым компании-поставщики корпоративных услуг обязаны вести учет информации о (бенефициарных) собственниках и контроле и (3) использование системы расследований.<sup>1</sup> Следующие далее вопросы включены в анкету для того, чтобы определить, какие меры используются для этих целей в вашей юрисдикции:

8. Существует ли в вашей юрисдикции система предварительного раскрытия информации?<sup>2</sup> Если да, пожалуйста, опишите следующие характеристики этой системы: (а) вид собираемой информации, учет которой ведется в рамках этой

<sup>1</sup> См. OECD, Options for obtaining beneficial ownership and control information, 1 September 2002.

<sup>2</sup> Система предварительного раскрытия информации предусматривает предоставление в органы власти, торговую палату и любые другие уполномоченные органы информации о структурах бенефициарной собственности и контроля юридических лиц на этапе их создания или регистрации и накладывает обязательство по своевременному обновлению этой информации в случае ее изменения. Обязательство по предоставлению в уполномоченные органы информации о структурах бенефициарной собственности и контроля может быть возложено как на само юридическое лицо, так и на его конечного бенефициарного собственника или на поставщика корпоративных услуг, участвующего в процессе создания данного юридического лица или управления его деятельностью.



- системы; (б) средства получения этой информации (например, копии реестра акционеров, налоговых деклараций и годовых отчетов); (в) характер учета этой информации (какие меры используются для того, чтобы информация всегда была актуальной); и (г) какова практическая значимость этой системы?
9. Обязаны ли поставщики корпоративных услуг в вашей юрисдикции вести учет информации о структуре (бенефициарной) собственности и контроля?<sup>3</sup> Если да, пожалуйста, опишите следующие характеристики этой системы: (а) вид собираемой информации, учет которой ведется в рамках этой системы; (б) средства получения этой информации (например, копии реестра акционеров, налоговых деклараций и годовых отчетов); (в) характер учета этой информации (какие меры используются для того, чтобы информация всегда была актуальной); и (г) какова практическая значимость этой системы?
10. Используется ли в вашей юрисдикции (также) какая-либо система расследований для получения информации о структуре собственности и контроля в отечественных или иностранных корпоративных образованиях (если речь идет о прямых иностранных инвестициях)?<sup>4</sup> Если да, пожалуйста, опишите следующие характеристики этой системы: (а) вид собираемой информации, учет которой ведется в рамках этой системы (например, информация о прямых иностранных инвестициях или информация о трансфертном ценообразовании), (б) средства получения этой информации (например, копии реестра акционеров, налоговых деклараций и годовых отчетов); (в) характер учета этой информации (какие меры используются для того, чтобы информация всегда была актуальной); и (г) какова практическая значимость этой системы?

### **Механизмы принуждения**

Поскольку страны располагают рядом механизмов, позволяющих получать доступ к информации о структурах (бенефициарной) собственности и контроля, то необходимо предусмотреть надлежащий надзор и систему механизмов принуждения, обеспечивающих правильность и точность раскрываемой информации. Формы принуждения могут быть разными. В приведенной ниже таблице дается классификация возможных механизмов принуждения, которые могут использоваться для целей обеспечения раскрытия информации о структурах собственности и контроля в публичных компаниях.

---

<sup>3</sup> В некоторых юрисдикциях посредники, участвующие в создании юридических лиц и в управлении ими, - например, агенты по образованию юридических лиц, трастовые компании, регистрационные агенты, юристы, нотариусы, доверительные собственники, а также компании, предоставляющие услуги номинальных акционеров, директоров и других должностных лиц («поставщики корпоративных услуг») обязаны получать, удостоверять и вести учет информации о (бенефициарной) собственности и структуре контроля юридических лиц, которые они создают, деятельностью которых управляют или которым они оказывают фидуциарные услуги.

<sup>4</sup> Если используется система расследований, то при наличии подозрений на незаконную деятельность уполномоченные органы стремятся получить (принудительным путем, посредством вызова в суд и других аналогичных мер) информацию о бенефициарной собственности и контроле, если такая информация необходима уполномоченным органам для осуществления ими своих функций по регулированию и/или надзору или если эта информация затребована другими уполномоченными органами в стране пребывания или за границей для целей регулирования и/или надзора за исполнением закона.

Виды принуждения	Публичные	Частные
<b>Формальные</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(i) Судебные / уголовные санкции и штрафы</li> <li>(ii) Административные санкции и штрафы</li> <li>(iii) Постановления об устранении нарушений (могут быть вынесены судом, комиссиями по ценным бумагам, другими публичными или регулирующими органами)</li> <li>(iv) Ликвидация/ роспуск предприятия в целях защиты публичных интересов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(i) Подача судебного иска миноритарными акционерами</li> <li>(ii) Подача иска другой группой заинтересованных лиц/ государственными или регулирующими органами</li> </ul>
<b>Неформальные</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(i) Частное требование об устранении допущенных нарушений (со стороны комиссии по ценным бумагам)</li> <li>(ii) Публичное осуждение (со стороны комиссии по ценным бумагам)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(i) Падение курса акций</li> <li>(ii) Потеря доверия (иностранных) инвесторов / потеря репутации</li> </ul>

11. Если информация о структурах бенефициарной собственности и контроля подлежит раскрытию, то существуют ли в вашей юрисдикции какие-либо **«формальные механизмы публичного принуждения»**, в том числе полномочия по проведению проверок и установления доказательств, которые используются в целях обеспечения соблюдения этого режима нормативно-правового регулирования? Если да, то укажите, пожалуйста: (а) к юрисдикции каких судов или иных учреждений относятся эти виды производства или эти дела; (б) кто имеет право возбуждать исполнительное производство или принимать какие-либо меры принудительного характера; (в) в отношении каких лиц эти меры принудительного характера могут быть применены; (г) каковы основные виды применяемых мер принудительного характера; (д) эффективны ли эти меры и имеют ли они какую-либо практическую значимость?
12. Если информация о структурах бенефициарной собственности и контроля подлежит раскрытию, то существуют ли в вашей юрисдикции какие-либо **«формальные механизмы частного принуждения»**, в том числе полномочия по проведению проверок и установления доказательств, которые используются в целях обеспечения соблюдения этого режима нормативно-правового регулирования? Если да, то укажите, пожалуйста: (а) к юрисдикции каких судов или иных учреждений относятся эти виды производства или эти дела; (б) кто имеет право возбуждать исполнительное производство или принимать какие-либо меры принудительного характера; (в) в отношении каких лиц эти меры принудительного характера могут быть применены; (г) каковы основные виды применяемых мер принудительного характера; (д) эффективны ли эти меры и имеют ли они какую-либо практическую значимость?
13. Если информация о структурах бенефициарной собственности и контроля подлежит раскрытию, то существуют ли в вашей юрисдикции какие-либо **«неформальные механизмы публичного принуждения»**, в том числе полномочия по проведению проверок и установления доказательств, которые используются в целях обеспечения соблюдения этого режима нормативно-правового регулирования? Если да, то укажите, пожалуйста: (а) какие учреждения (и в каких случаях) могут инициировать принятие этих мер публичного принуждения; (б) каковы основные виды применяемых мер принудительного характера; (в) в отношении каких лиц эти меры принудительного

характера могут быть применены; (г) эффективны ли эти меры и имеют ли они какую-либо практическую значимость?

14. Если информация о структурах бенефициарной собственности и контроля подлежит раскрытию, то существуют ли в вашей юрисдикции какие-либо **«неформальные механизмы частного принуждения»**, которые используются в целях обеспечения соблюдения этого режима нормативно-правового регулирования?
15. Есть ли какие-либо данные (или ссылки на соответствующие дела) о поданных исках, присужденных компенсациях и наложенных штрафах, связанных с раскрытием информации о структурах бенефициарной собственности и контроля?