



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/ISAR/19/Add.1
5 August 2003

RUSSIAN
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Комиссия по инвестициям, технологии и
смежным финансовым вопросам
Межправительственная рабочая группа экспертов
по международным стандартам учета и отчетности
Двадцатая сессия
Женева, 29 сентября - 1 октября 2003 года
Пункт 3 предварительной повестки дня

**Тематическое исследование по раскрытию информации в системе
корпоративного управления в Бразилии**

Доклад секретариата ЮНКТАД

Резюме

На девятнадцатой сессии Межправительственной рабочей группы экспертов по международным стандартам учета и отчетности (МСУО), проходившей в Женеве 25-27 сентября 2002 года, было предложено провести на местах пять тематических исследований по теме транспарентности и раскрытия информации в системе корпоративного управления. Соответственно были проведены пять тематических исследований по странам с уделением особого внимания важнейшим проблемам применения требований к раскрытию информации в системе корпоративного управления в следующих странах: Бразилии, Кении, Российской Федерации, Соединенных Штатах Америки и Франции.

В настоящем докладе излагаются выводы тематического исследования по требованиям в отношении раскрытия информации в системе корпоративного управления в Бразилии. В нем дается общий обзор бразильского рынка капитала и функций,

выполняемых государственным и частным секторами для содействия улучшению состояния дел в области повышения прозрачности и раскрытия информации в системе корпоративного управления. В докладе содержится обзор законодательства, например бразильских законов, регулирующих рынок ценных бумаг, норм и правил Комиссии по ценным бумагам, а также мер по распространению стандартов бухгалтерского учета. Помимо этого рассматриваются требования в отношении отчетности, установленные фондовой биржей Сан-Паулу, а также роль Национальной ассоциации инвесторов рынка капитала, Бразильского института корпоративного управления и Национальной ассоциации инвестиционных банков в содействии улучшению состояния дел в области повышения прозрачности и раскрытия информации. В качестве отправных моментов в настоящем тематическом исследовании используются требования в отношении прозрачности и раскрытия информации, которые обсуждались на девятнадцатой сессии МСУО.

Основные задачи исследования заключаются в том, чтобы извлечь уроки из опыта Бразилии по содействию улучшению состояния дел в области повышения прозрачности и раскрытия информации в корпоративном секторе, а также поделиться выводами исследования с государствами-членами, стремящимися укреплять систему обеспечения прозрачности и раскрытия информации на своих рынках.

СОДЕРЖАНИЕ

	<u>Стр.</u>
ВВЕДЕНИЕ	3
I. ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР	8
A. Законодательство	8
B. Правила и нормы Комиссии по ценным бумагам (CVM).....	9
C. Стандарты бухгалтерского учета	11
II. ЧАСТНЫЙ СЕКТОР	13
A. Фондовая биржа Сан-Паулу (БОВЕСПА).....	13
B. Инвесторы, ассоциации и другие группы, проявляющие интерес к вопросам корпоративного управления	17
C. Компании и отраслевые группы.....	20
III. ВОПРОСЫ ПРАКТИЧЕСКОГО ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ	24
ПРИМЕЧАНИЯ	26

ВВЕДЕНИЕ

1. В Бразилии правительство и регулирующие органы признают, что корпоративное управление является одним из основных факторов, поддерживающих развитие бразильских рынков капитала, и в полной мере сознают наличие связи между масштабами и состоянием рынков капитала, капитальными издержками и общими макроэкономическими показателями роста¹. В связи с этим был выдвинут целый ряд инициатив по улучшению корпоративного управления, причем некоторые из этих инициатив носили достаточно новаторский характер. Бразилия продолжает работу по осуществлению реформы в законодательной и нормативной областях, а также по использованию добровольных рыночных механизмов, направленных на содействие совершенствованию компаниями своих систем корпоративного управления, в связи с чем тематическое исследование по данной стране представляется довольно интересным.

2. На долю бразильского рынка капитала приходится примерно 60% общего объема торговли стран Латинской Америки. На Фондовой бирже Сан-Паулу (БОВЕСПА) зарегистрировано примерно 550 компаний, хотя подходящими для инвестирования являются лишь 100-150 из них². Несмотря на значительные колебания показателей за различные годы³, общий показатель капитализации бразильского рынка можно оценить приблизительно в 400 млрд. реалов, что составляет 140 млрд. долл. США⁴. В 2002 году на долю иностранных инвесторов приходилось 22,4% всех акций, проданных и купленных на бирже (в прошлые годы этот показатель превышал 35%), 29,4% - на долю институциональных инвесторов, 22,5% - на долю физических лиц и 21,3% - на долю финансовых учреждений.

3. Рынок Бразилии имеет некоторые своеобразные черты, которые определяют систему управления его компаниями. В некоторых странах, в первую очередь в странах англо-американской школы, концентрация собственности в случае компаний, акции которых котируются на бирже, является весьма низкой и развитие системы управления касается в основном разделения прав собственности и прав контроля⁵. В этих странах при обсуждении путей совершенствования управления основное внимание неизбежно уделяется вопросу о том, каким образом можно лучше увязать интересы владельцев компаний с интересами профессиональных управляющих. Одним из наиболее важных инструментов осуществления контроля за деятельностью управляющих считается раскрытие информации.

4. В Бразилии, как и в большинстве других стран, степень концентрации собственности высока. Большинство бразильских компаний контролируются господствующими группами (зачастую семьями, которые выполняют функции как владельцев, так и

управляющих), и согласование интересов владельцев и управляющих - это нечто само собой разумеющееся. Таким образом, структура собственности в Бразилии больше напоминает структуру корпоративной собственности в некоторых странах континентальной Европы, чем структуру, существующую в странах англо-американской школы. Хотя раскрытие информации остается полезным средством для осуществления контроля, дискуссии по вопросу о путях улучшения системы управления в Бразилии, как правило, ведутся главным образом вокруг вопроса о том, как можно избежать злоупотреблений со стороны владельцев контрольных пакетов акций предприятия и лишения прав собственности миноритарных акционеров.

5. Высокая концентрация корпоративной собственности в Бразилии - это результат исторических и правовых традиций. Такая высокая концентрация собственности поощрялась Законом о корпорациях, по которому до недавнего времени компаниям разрешалось выпускать "неголосующие" акции, так называемые "привилегированные акции" на сумму, составляющую до двух третей капитала компании. Эта норма фактически разрешала владельцам расширять базу акционеров при сохранении контроля за компанией. В результате недавних изменений корпоративного права показатель доли "неголосующих" привилегированных акций, разрешенных к выпуску для компании, был доведен до 50%⁶. Подавляющее большинство акций на открытом рынке являются привилегированными "неголосующими" акциями, которые, как правило, покупаются и продаются с дисконтом по сравнению с "голосующими" акциями, дающими права контроля.

6. Утверждается, что более важным фактором в поддержании контроля за бразильскими предприятиями по сравнению с существованием двух категорий акций является использование пирамидных структур. Более половины бразильских предприятий используют пирамидные структуры в качестве мощного средства усиления контроля. Ряд крупных бразильских фирм полностью контролируются собственниками, располагающими всего 8-10% их капитала⁷. Пирамидные структуры, как правило, затрудняют выяснение истинной системы контроля за предприятием и зачастую искажают связи между контролем предприятий и собственностью на них⁸.

7. Внесение изменений в законодательство Бразилии является сложной, трудноосуществимой задачей. Предпринимался ряд попыток, направленных на расширение свободного обращения акций бразильских предприятий и повышение привлекательности бразильских рынков. Наиболее заметной из этих мер была предпринятая в начале 90-годов бразильской Комиссией по ценным бумагам (CVM) попытка внести поправки в Закон о корпорациях, предусматривающие снижение доли преференциальных "неголосующих" акций, разрешенных к выпуску компаниями, с двух

третьей до 50% капитала компании. Несмотря на то, что в конечном итоге данная поправка была внесена в закон, первоначальный законопроект не прошел из-за сильного противодействия со стороны корпораций и был принят лишь спустя почти десять лет.

8. Несмотря на то, что поправки, снижающие способность владельцев контрольных пакетов акций управлять предприятиями по своему усмотрению, представляются желательными с точки зрения сторонников активизации рынков ценных бумаг, такие акционеры, что вполне понятно, возражают против них. Отклонение законопроекта SVM свидетельствует о том, что для внесения существенных поправок в законы Бразилии необходимы колоссальные усилия. Это также объясняет в значительной степени причины, по которым SVM и БОВЕСПА приняли альтернативный подход, который сулит компаниям, добровольно соблюдающим требования в отношении улучшения практики корпоративного управления, сокращение капитальных издержек. Одним из основных результатов бразильского эксперимента будет выяснение того, перевесят ли стимулы, предоставляемые компаниям в виде сокращения капитальных издержек, те частные выгоды, которые могут быть получены акционерами, контролирующими компании.

9. Высокая степень концентрации собственности в Бразилии является также результатом правительственной стратегии приватизации. В ходе приватизации в Бразилии не выделялись акции для открытого размещения, как это произошло во Франции, Испании и Соединенном Королевстве, где были выделены дисконтированные акции для открытой продажи. В Бразилии же пенсионные фонды, банки и другие институциональные инвесторы конкурировали за приобретение контрольных пакетов компаний, находившихся в государственной собственности. В результате были образованы группы инвесторов, деятельность которых, как правило, определяется соглашениями акционеров. Некоторые инвестиционные холдинги были созданы в Бразилии лишь для того, чтобы воспользоваться преимуществами добровольного списания налогов в результате приобретения компаний. Возросло число злоупотреблений, когда холдинговые компании использовались для ослабления позиций миноритарных акционеров. В этих случаях Комиссия по ценным бумагам была вынуждена вмешиваться, причем результаты не всегда были однозначными.

10. Еще одной важной чертой системы корпоративного управления в Бразилии является наличие двухуровневого правления. Как и в большинстве стран, высшим директивным органом компании является общее собрание акционеров. Оно назначает и утверждает административный совет, аналогичный совету директоров при унитарной системе правления. Административный совет, среди прочего, определяет основные руководящие принципы и политику компании, устанавливает ее стратегию и рассматривает бизнес-планы. До двух третей членов административного совета могут выполнять

исполнительные функции. В свою очередь административный совет назначает дирекцию или исполнительный совет, а также независимого аудитора. Дирекция несет ответственность за повседневное управление работой компании и выполнение указаний административного совета. Ее члены наделены эксклюзивными правами действовать от имени компании⁹.

11. Данная структура дополняется финансовыми советами¹⁰. В Бразилии задачей финансовых советов является осуществление функций надзора. Они не обладают правом принятия решений, но могут рассматривать решения управляющих с точки зрения их соответствия нормам права и проверять соответствие деятельности управляющих регламенту компании¹¹. Одно место в финансовом совете, как правило, предоставляется владельцам привилегированных акций, а еще одно - миноритарным акционерам, имеющим более 10% обычных акций. В состав этих советов входят не менее трех и не более пяти членов, которые избираются на общем собрании. Срок их службы составляет один год, после чего они могут быть переизбраны. Членами этих советов могут быть как акционеры, так и неакционеры, причем не существует каких-либо четких требований относительно их независимости. Выбранными на эту должность могут быть только лица, имеющие высшее образование и ранее работавшие на руководящей должности в корпорации или же являвшиеся членами финансового совета какой-либо компании в течение по меньшей мере трех лет. Недавно было отменено требование, согласно которому данные лица должны иметь законное местожительство в Бразилии¹².

12. Основными факторами, определяющими совершенствование практики раскрытия информации являются внутренние и внешние движущие силы в том или ином сочетании. Как и в других странах, широкая поддержка реформы системы управления путем изменения законодательства или иными средствами зачастую обеспечивается в результате широкого обнародования информации о негативных результатах работы компаний. В Бразилии имевшие место случаи обмана при представлении отчетности вызвали повышение интереса к вопросам управления и транспарентности. В связи с этим в конгресс было внесено несколько законодательных инициатив, включая законопроекты, цель которых состояла в содействии раскрытию информации и в том, чтобы принудить компании предоставлять более значительные права миноритарным акционерам. К числу внешних факторов в основном относятся предъявляемые к бразильским компаниям требования, которым они должны отвечать для получения котировки на иностранных биржах, а также требования иностранных инвестиционных фондов. В настоящем исследовании основное внимание уделяется изменениям, произошедшим за последние два года.

I. ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР

A. Законодательство

13. Основными законами, определяющими и регулирующими функционирование бразильского рынка ценных бумаг, являются Закон № 6385 с внесенными поправками (Закон о рынке ценных бумаг) и Закон № 6404 (Закон о корпорациях). Законом о рынке ценных бумаг была учреждена Комиссия по ценным бумагам (CVM), которая совместно с Центральным банком проводит политику Национального валютного совета (НВС). Комиссия по ценным бумагам несет главную ответственность за регулирование учета и отчетности компании, акции которых котируются на бирже.

14. Закон о корпорациях требует представления проверенных аудитором ежегодных финансовых счетов, включая баланс, счет прибылей и убытков, отчет об изменениях капитала, примечания к финансовым счетам, отчет об обсуждении и анализе руководством финансового состояния и результатов операций, а также доклад независимого аудитора. Не проверенные аудитором квартальные счета должны представляться в течение 45 дней по истечении первых трех кварталов финансового года¹³. Ежегодные и квартальные счета должны включать информацию по вопросам управления, включая сведения об акционерах, директорах, управляющих, а также о дочерних компаниях.

15. Компании, акции которых котируются на иностранных биржах и которые представляют финансовые счета в соответствии с общепризнанными принципами учета, применяемыми в другой стране, должны раскрывать в Бразилии информацию о своих иностранных счетах. В Законе о корпорациях устанавливается также, что назначение и снятие с должности аудиторов является прерогативой административного совета или совета директоров. По аналогии с требованиями Европейского союза частные компании, учрежденные в качестве акционерных фирм, должны направлять счета в Совет по торговле и публиковать результаты своей деятельности в периодических изданиях.

16. В 2001 году сенат утвердил поправки к Закону о корпорациях. Благодаря этим поправкам практика управления в Бразилии изменилась: она стала более транспарентной, более демократичной и более благоприятной для миноритарных акционеров. В соответствии с "неотъемлемыми правами" в настоящее время установлено требование о выкупе "голосующих" акций за 80% цены, предложенной за контрольный пакет, причем "привилегированные" ("неголосующие") акции могут составлять теперь лишь 50% всех выпускаемых акций. Что касается раскрытия информации, то теперь члены Финансового совета должны высказывать свои мнения на ежегодном собрании акционеров и сообщать

также об иных точках зрения. По мнению большинства наблюдателей, данные поправки представляют собой необходимый шаг в правильном направлении, но не являются достаточными для обеспечения требуемого уровня корпоративного управления в Бразилии. Аналогично тому, как зачастую возникает проблема в связи с весьма подробными законодательными нормами и нормами регулирования, компаниям, возможно, будет проще придерживаться буквы этого закона, чем соблюдать его дух¹⁴.

В. Правила и нормы Комиссии по ценным бумагам (CVM)

17. В июне 2002 года CVM опубликовала свои Рекомендации о корпоративном управлении. CVM характеризует эти рекомендации как "надлежащую" практику корпоративного управления, устанавливающую более высокие стандарты по сравнению с требованиями закона и ее собственными нормами. С другой стороны, CVM также признает, что ее рекомендации не отражают "оптимальную практику", и призывает компании добровольно устанавливать более высокие стандарты. В отношении своих рекомендаций Комиссия придерживается политики "соблюдай или представь соответствующие разъяснения". В значительной мере эти рекомендации направлены на решение вопросов прозрачности в отношении прав собственности и структуры контроля за предприятиями и на представление иной необходимой информации. Ниже обобщаются элементы этого кодекса, относящиеся к раскрытию информации¹⁵:

- Ежегодные собрания акционеров должны организовываться таким образом, чтобы не препятствовать участию держателей акций; в рекомендациях предусматривается подготовка достаточно подробной повестки дня и заблаговременное направление извещения о собрании.
- Компания должна раскрывать информацию о всех соглашениях акционеров, стороной которых данная компания является.
- Должны указываться списки акционеров. Акционеры, являющиеся держателями по меньшей мере 0,5% выпущенных в обращение акций, также имеют право на получение полной информации о других акционерах.
- По меньшей мере два члена совета директоров должны иметь опыт работы в области финансовых вопросов и базовое специальное образование в области бухгалтерского учета.
- Совету директоров следует учредить специальные комитеты, в частности аудиторский комитет для рассмотрения связей с аудиторами, результатов

операций и сделок с соответствующими сторонами. Члены аудиторского комитета должны иметь опыт работы в области финансовых вопросов и несут ответственность за контроль за отношениями с аудитором. Аудиторский комитет должен обеспечивать, чтобы другие услуги, обеспечиваемые аудитором, не вызывали коллизию интересов. Кроме того, он устанавливает максимальный уровень вознаграждения за услуги, не связанные с проведением аудита.

- Информация о сделках между аффилированными сторонами должна четко раскрываться в финансовых счетах как информация об "обычных" или заключенных сугубо на коммерческой основе сделках.
- Компании должны представлять Отчет об обсуждении и анализе руководством финансового состояния и результатов операций с указанием факторов, которые оказывали влияние на результаты финансовой деятельности, а также с освещением основных рисков.
- Рекомендации направлены на обеспечение функционирования финансового совета на профессиональной основе. Финансовый совет должен иметь доступ ко всей информации, имеющей отношение к рассматриваемым им вопросам, в той мере, в какой предоставление информации не ведет к нарушению установленных правовых требований в отношении конфиденциальности.
- Компании должны представлять проверенные аудитором финансовые счета, подготовленные в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО)¹⁶ или Общепризнанными принципами бухгалтерского учета США (ОПБУ) в дополнение к бразильским стандартам бухгалтерского учета.
- Рекомендации аудиторов должны рассматриваться советом директоров полного состава или финансовым советом.

18. Вопросы обязательного раскрытия информации регулируются следующими документами: Инструкция № 202 Комиссии по ценным бумагам, касающаяся требований в отношении первоначальной регистрации и периодической отчетности; инструкция № 31, касающаяся раскрытия существенной информации; а также инструкции № 69 и 299 (обновленные соответственно инструкциями № 358 и 361), которые касаются раскрытия информации в отношении приобретения пакетов акций. Эти инструкции требуют представления проверенных аудитором ежегодных финансовых

счетов, как это определено в Законе о корпорациях, а также не проверенных аудитором квартальных ведомостей. Недавно были введены более строгие меры наказания за нарушение норм, касающихся раскрытия информации, с тем чтобы побудить компании более строго соблюдать правила, которыми нередко пренебрегают. Счета должны представляться как в Комиссию по ценным бумагам, так и бирже, на которой котируются акции компании, где как правило к ним можно получить доступ через вебсайты.

19. Что касается подтверждения правильности счетов, то Комиссия по ценным бумагам требует, чтобы правильность ежегодных финансовых ведомостей подтверждалась независимым аудитором, в надлежащем порядке зарегистрированным в Комиссии. Для регистрации аудиторы должны: а) пройти экзамен для подтверждения своей профессиональной квалификации; б) показать, что они располагают внутренними средствами контроля, обеспечивающими соблюдение норм аудита; с) регулярно проходить независимые проверки; и d) учредить программы непрерывной профессиональной подготовки.

20. В мае 1999 года Комиссия по ценным бумагам ввела новые требования, касающиеся регистрации, которые изложены в Инструкции SVM № 358, основанной частично на резолюциях ИОСКО¹⁷ по вопросу о международных стандартах аудита (МСА). Эти новые правила: а) запрещают независимым аудиторам приобретать ценные бумаги, выпускаемые их клиентами или любыми аффилированными компаниями; б) устанавливают обязательную ротацию аудиторских фирм; и с) запрещают аудиторским фирмам проводить аудит компаний, от которых они являются зависимыми.

21. В приведенном списке указаны услуги, которые не могут предоставляться клиентам аудиторами, если они хотят оставаться независимыми. К их числу относятся: а) реструктуризация корпораций; б) стоимостная оценка предприятий; с) стоимостная оценка активов; d) помощь в стоимостной оценке резервов; е) планирование налогов; f) услуги, касающиеся системы внутреннего контроля; и g) любые другие услуги, которые могут нанести ущерб независимому статусу аудитора. Запрет на оказание определенных услуг, содержащийся в Инструкции № 358, был введен за несколько лет до принятия аналогичного закона в Соединенных Штатах Америки после банкротства корпорации "Энрон". Инструкция № 381 устанавливает требование об обязательном раскрытии информации о допустимых гонорарах за услуги.

С. Стандарты бухгалтерского учета

22. В Бразилии применяются два признанных свода принципов бухгалтерского учета: а) принципы Закона о корпорациях; и б) так называемая "Единая методика учета денежных средств" - методы бухгалтерского учета, установленные Федеральным советом

бухгалтерского учета (ФСБУ), с помощью которых финансовые показатели корректируются с поправкой на инфляцию. Принципы, установленные Законом о корпорациях, введены в законодательном порядке и применяются всеми бразильскими компаниями для целей налоговой и финансовой отчетности. Требования о представлении счетов в соответствии с принципами ФСБУ не установлено, однако иногда компании представляют их в дополнение к счетам, требуемым согласно закону.

23. Помимо этого, Бразильский институт бухгалтеров (ИБРАКОН)¹⁸, профессиональная организация частного сектора, публикует стандарты в дополнение к обоим сводам принципов. Эти стандарты утверждаются Комиссией по ценным бумагам и используются компаниями, акции которых находятся в открытом обращении. Комиссия по ценным бумагам может издавать дополнительные инструкции. В тех случаях, когда в отечественных источниках нет конкретных норм, касающихся тех или иных аспектов бухгалтерского учета, бразильские компании могут ориентироваться на МСФО или ОПБУ США.

24. Бразильские стандарты бухгалтерского учета существенно отличаются от МСФО. Наиболее существенные из этих различий отражены в проведенном пятью крупнейшими бухгалтерскими компаниями обзоре, озаглавленном "GAAP 2001: A Survey of National Accounting Rules Benchmarked Against International Accounting Standards" (ОПБУ, 2001 год): Обзор национальных правил бухгалтерского учета в сравнении с международными стандартами учета). В этом обзоре проводится сопоставление внутренних стандартов с МСФО и имеющиеся различия делятся на четыре основные категории: а) отсутствие норм, сопоставимых с МСФО; б) отсутствие конкретных норм, требующих раскрытия информации; в) наличие несоответствий между нормами, способных вызвать отличия от МСФО; и d) другие проблемы, которые могут вызвать отличия от МСФО. Некоторые из различий, относящихся к первой категории (которые могут привести к наиболее значительным различиям в финансовых счетах), касаются, в частности, правил о признании и измерении показателей, объединения специализированных хозяйственных единиц, обязательств по предоставлению льгот и пособий работникам, нематериальных активов, амортизации активов и аренды¹⁹. Бразилия также была в числе 59 стран, обследованных при проведении исследования "GAAP Convergence 2002" (Соответствие стандартам ОПБУ, 2002 год)²⁰.

25. Широко признано, что за счет обеспечения соответствия стандартов нормам МСФО можно существенно повысить качество финансовой отчетности. Учитывая это, Комиссия по ценным бумагам, учредила группу, которая должна выработать рекомендации по вопросу о путях согласования практики бухгалтерского учета в Бразилии с требованиями МСФО. Обсуждаемые в настоящее время предложения предполагают внесение поправок

в Закон о корпорациях, которые предусматривают, в частности, введение счета движения денежных средств вместо счета изменений финансового положения, новый формат счета поступлений, более широкое раскрытие информации по отдельным сегментам, введение статей чрезвычайных расходов, а также расходов по прекращению операций. Когда это уместно, счета должны будут объединяться и проверяться аудитором.

26. Несмотря на необходимость этих реформ, некоторые обозреватели выражают сомнение в отношении того, следует ли вообще включать в законодательство принципы бухгалтерского учета. В различных странах нередко в законодательство включаются подробные указания в отношении как учета, так и аудита. Вместе с тем, законодательство, как правило, не является послушным инструментом, который легко корректировать и можно постоянно пересматривать и улучшать, что необходимо в случае стандартов бухгалтерского учета и аудита. Нередко высказывается мнение о том, что в законе следует изложить лишь самые общие основополагающие требования и предоставить технические нормативные полномочия специализированным органам, занимающимся установлением стандартов²¹. Другие специалисты, ссылаясь на опасность ослабления стандартов, выступают за прямое применение МСФО без их изменений или корректировок местными нормативными органами.

II. ЧАСТНЫЙ СЕКТОР

A. Фондовая биржа Сан-Паулу (БОВЕСПА)

27. Фондовая биржа Сан-Паулу, или БОВЕСПА, была учреждена 23 августа 1890 года. До недавнего времени в Бразилии существовали девять фондовых бирж. До середины 60-годов БОВЕСПА и другие бразильские биржи были официальными юридическими лицами, связанными с финансовыми департаментами правительства. В 2000 году все эти биржи были объединены в рамках БОВЕСПА. В настоящее время БОВЕСПА является самоуправляющейся организацией, действующей под контролем Комиссии по ценным бумагам. Она привлекла к себе внимание международных организаций, занимающихся вопросами корпоративного управления, благодаря новаторским методам использования рыночных сил для содействия добровольному улучшению практики раскрытия информации и корпоративного управления.

28. Отличительной чертой нового подхода, применяемого БОВЕСПА, является образование трех новых листинговых сегментов: "Нового рынка" и двух "категорий, различающихся по уровню корпоративного управления" (называемых листинговыми сегментами категории 1 и категории 2). "Новый рынок" был создан как совершенно новый рынок для первоначального размещения ценных бумаг и применяет более строгие требования получения биржевой котировки по сравнению с требованиями,

предъявляемыми к компаниям, акции которых уже котируются на традиционной бирже. Категории, различающиеся по уровню корпоративного управления, применяются в отношении компаний, акции которых уже котируются на бирже. Такие компании могут теперь получить более высокий рейтинг при соблюдении более высоких стандартов корпоративного управления.

29. Дополнительные обязательства, которые берут на себя компании БОВЕСПА категории 1, касаются главным образом повышения прозрачности и более полного раскрытия информации. Компании категории 2 берут на себя дополнительные обязательства, применяя международно признанные стандарты бухгалтерского учета и правила корпоративного управления, направленные на обеспечение лучшей сбалансированности полномочий владельцев контрольных пакетов акций и миноритарных акционеров. Правила выдачи биржевой котировки на "Новом рынке" по существу соответствуют правилам получения биржевой котировки, применяемым БОВЕСПА в отношении компаний категории 2. Помимо этого компании "Нового рынка" обязуются выпускать только "голосующие" акции, дающие один голос.

30. Получение котировки в этих особых сегментах влечет ряд важных последствий. Члены совета директоров и другие сотрудники должны подписать контракт, в котором они указывают, что согласны выполнять новые обязательства. Во всех трех сегментах доля свободно обращающихся акций должна поддерживаться на уровне не менее 25% и должен быть гарантирован доступ к акциям для всех заинтересованных инвесторов, или же 10% всех размещаемых акций должно быть выделено для частных лиц или неинституциональных инвесторов. Данная "процедура распространения" должна быть прописана в проспекте, выпускаемом компанией. В том случае, если какая-либо компания не желает более иметь котировку в соответствии с правилами категории 2 или "Нового рынка", она должна запросить согласие акционеров на переход в другую категорию и выпустить в открытую продажу оставшиеся акции компании по ее справедливой рыночной стоимости²². Компании категории 2 должны также выполнять решения Рыночной арбитражной группы, учрежденной БОВЕСПА для урегулирования споров между держателями акций. В случае нарушения правил могут применяться штрафные санкции.

31. После образования упомянутых новых категорий предпринимаемые БОВЕСПА усилия направлены в основном на поощрение добровольного перехода компаний в категории более высокого уровня. Предполагается, что выгоды от такого перехода и повышения прозрачности будут заключаться в снижении капитальных издержек и упрочении репутации компании. Для фондового рынка выгоды будут заключаться в повышении степени ликвидности и международном признании БОВЕСПА в качестве важной биржи.

32. В дополнение к этому вскоре после установления новых листинговых категорий БОВЕСПА ввела новый рыночный индекс, включающий компании, получившие котировку на "Новом рынке" и котировку в качестве компаний БОВЕСПА категории 1 и категории 2. Данный "индекс корпоративного управления" (ИКУ) единственный из пяти основных индексов Бразилии закончил год с положительными показателями в 2002 году.

33. Ниже кратко изложены новые требования в отношении отчетности для компаний, относящихся к упомянутым двум категориям корпоративного управления²³.

34. Требования в отношении отчетности для компаний категории 1:

- представление ежеквартальных и ежегодных консолидированных финансовых счетов, включая консолидированные и неконсолидированные счета движения денежных средств;
- раскрытие информации об истинных собственниках любой части капитала компании, принимающих прямое или косвенное участие и располагающих более 5% акций, дающих право голоса;
- раскрытие информации о числе и виде акций, имеющихся у держателей контрольных пакетов, членов правления, членов финансового совета и сотрудников администрации. Эта информация может представляться в обобщенном виде;
- представление на ежемесячной и индивидуальной основе информации о покупке или продаже или об изменении вида ценных бумаг, которыми владели вышеупомянутые лица в течение предшествующего 12-месячного периода;
- представление информации о доле свободно обращающихся акций;
- представление независимым аудитором, осуществляющим проверку квартальных финансовых счетов, специального доклада о проверке;
- обеспечение возможности проведения по меньшей мере один раз в год встречи с сотрудниками аналитических служб и другими заинтересованными сторонами в целях обсуждения финансового положения и перспектив компании;

- компания обязана публиковать ежегодную повестку дня с указанием сроков всех важных мероприятий, таких, как собрания, публикация квартальных показателей и другие соответствующие мероприятия;
- информация о сделках между аффилированными сторонами должна раскрываться сверх определенных установленных лимитов, включая публикацию достаточных данных, позволяющих определить, осуществлялись ли сделки в соответствии с "обычными" рыночными условиями;
- должны раскрываться данные о соглашениях между акционерами;
- необходимо раскрывать информацию о программах опционов на получение акций для служащих и руководящих работников компаний;
- должны представляться ежемесячные отчеты о купле-продаже акций и производных финансовых инструментов руководством и служащими компании;
- в проспектах среди прочей информации должны содержаться информация о факторах риска, описание коммерческой деятельности компании и отчет об обсуждении и анализе руководством финансового состояния и результатов операций.

35. Требования, предъявляемые к компаниям категории 2:

- Соблюдение требований, предъявляемых к компаниям категории 1.
- Подготовка ежегодных финансовых счетов в соответствии с требованиями ОПБУ США или МСФО. Счета должны составляться на английском языке.
- Соблюдение повышенных требований в отношении корпоративного управления, включая меры, направленные на уменьшение полномочий директоров, обеспечение прав голоса для некоторых акционеров при решении ключевых вопросов и обеспечение более широких прав выкупа ("неотъемлемых" прав) в случае продажи предприятия.

36. Результаты первоначального исследования, проведенного по заказу БОВЕСПА, указывают на то, что в случае перехода компаний в более высокую биржевую категорию происходит повышение стоимости их акций, увеличение объема продаж и повышение

ликвидности, что является практическим подтверждением правильности теоретической базы, обуславливающей необходимость совершенствования управления²⁴. На практике БОВЕСПА испытывает сильное давление со стороны компаний, призывающих ее проявлять бóльшую "гибкость". Несмотря на это, обязательства, принимаемые компаниями упомянутых категорий и "Нового рынка", остаются неизменными. БОВЕСПА добилась признания благодаря своей твердой позиции, когда бразильская национальная авиакомпания "ВАРИГ" была лишена котировки в качестве компании категории 1 за нарушение правил листинга.

37. Первоначально Бразильский институт корпоративного управления (БИКУ) был настроен несколько менее оптимистично в отношении установленного уровня корпоративного управления. Результаты обзора, проведенного по 15 компаниям категории 1, свидетельствовали о том, что, несмотря на определенные улучшения, число компаний, в полной мере соблюдающих требования кодекса БИКУ, невелико. Сегодня, спустя примерно два года после создания "Нового рынка", компании приспособились к новым условиям, и высказывается мнение о том, что пора вновь рассмотреть данные требования и поднять их на более высокий уровень²⁵.

В. Инвесторы, ассоциации и другие группы, проявляющие интерес к вопросам корпоративного управления

38. Одним из основных препятствий для осуществления инвесторами более значительного контроля является наличие большого числа привилегированных "неголосующих" акций. Отсутствие права голоса ограничивает способность бразильских инвесторов оказывать влияние на корпорации. Институциональные инвесторы традиционно ведут себя пассивно, а иностранные инвесторы также не выражают готовности занять более активную позицию. По мере изменения законов и правил для обеспечения более значительных возможностей осуществления своих прав инвесторами изменяются и бытующие подходы. Другие группы, выступающие за улучшение системы корпоративного управления, начинают занимать все более видное место в обществе и играть все более позитивную роль.

а) Национальная ассоциация инвесторов рынков капитала (АНИМЕК)

39. Отстаиванию интересов миноритарных акционеров в значительной степени способствует работа Национальной ассоциации инвесторов рынков капитала (АНИМЕК). Она была основана в 1999 году с целью защиты интересов миноритарных акционеров²⁶. АНИМЕК стремится оказывать влияние на все основные учреждения, оказывающие влияние на формирование бразильских рынков капитала, включая законодательные

органы, органы исполнительной власти и судебную систему, а также Комиссию по ценным бумагам и отдельные фондовые биржи. В настоящее время АНИМЕК не делает каких-либо конкретных заявлений по вопросу о раскрытии информации; как представляется, она придерживается подхода, предполагающего активную правовую деятельность в сочетании с широкой пропагандистской кампанией.

b) Бразильский институт корпоративного управления (БИКУ)

40. Набирают силу и получают все более широкое признание другие группы частного сектора, содействующие активизации работы в области корпоративного управления. Наиболее широко признанным органом является Бразильский институт корпоративного управления (БИКУ). Первоначально он был создан в 1995 году как Бразильский институт директоров, а затем мандат нового БИКУ был расширен и стал охватывать вопросы управления. Свой первый кодекс практики советов директоров Институт разработал в 1999 году; недавно он был пересмотрен и расширен. В апреле 2001 года была завершена разработка нового кодекса оптимальной практики в области корпоративного управления. Этот кодекс явился результатом широких обсуждений с участием правительства и частного сектора, и определенное воздействие на него оказали положения других известных международных кодексов. Ниже кратко излагаются некоторые его основные элементы, касающиеся раскрытия информации в системе корпоративного управления²⁷.

41. Раскрытие информации:

- Старшее должностное лицо компании несет ответственность за раскрытие соответствующей информации всем держателям акций, независимо от того, требуется ли это согласно закону.
- Ежегодный отчет должен подготавливаться с использованием стандартов, превышающих требования, установленные законом. Финансовые отчеты должны подготавливаться в соответствии с требованиями МСФО или ОПБЦ США. Существенные изменения, происходящие в период между отчетами, должны незамедлительно обнародоваться. Представляемые компаниями счета должны быть объективными.
- Политика управления, применяемая компаниями, должна указываться в ежегодном отчете.
- Информация о размерах вознаграждения должна раскрываться на индивидуальной основе по всем руководящим работникам и директорам.

- Что касается выборочного раскрытия информации, то существенная информация должна предоставляться одновременно всем участникам рынка.

42. Аудит:

- Аудитор должен давать свое заключение по финансовым счетам. Аудиторская проверка должна проводиться в соответствии с надлежащими профессиональными стандартами. Аудитор должен проводить оценку мер внутреннего контроля и внутреннего регламента компании.
- Рабочий план аудита и размер вознаграждения аудитора должны согласовываться совместно советом директоров и аудиторским комитетом.
- В том случае, когда аудитор предоставляет компании консультативные услуги, совет директоров должен обеспечивать сохранение независимого статуса аудитора.
- Клиентами аудитора являются владельцы компании, совет директоров и аудиторский комитет.
- Аудитор обязан в полной мере сотрудничать с финансовым советом и оказывать ему помощь в выполнении его мандата. Аудиторы не могут являться членами финансовых советов.
- Аудитор должен ежегодно представлять совету директоров письменное подтверждение своей независимости.

с) ***Национальная ассоциация инвестиционных банков (АНБИД)***

43. Активную роль в содействии улучшению стандартов раскрытия информации играют посредники, например, инвестиционные банки. В январе 2002 года Национальная ассоциация инвестиционных банков (АНБИД) опубликовала свой Кодекс саморегулирования применительно к операциям по открытому предложению для продажи и размещению ценных бумаг в Бразилии. Данный кодекс саморегулирования устанавливает стандарты в отношении выпуска ценных бумаг для инвестиционных банков и содержит предложения относительно повышения транспарентности при открытой эмиссии ценных бумаг. Определенное влияние оказали на него стандарты в отношении раскрытия информации, установленные Комиссией США по ценным бумагам и биржам, и

данный кодекс охватывает как первичное, так и вторичное размещение акций. Все 60 членов АНБИД должны соблюдать положения данного кодекса при выпуске своих ценных бумаг для открытой продажи.

44. Кодекс АНБИД требует раскрытия следующей информации²⁸:

- соответствующие факторы риска
- описание отраслевого профиля
- описание коммерческой деятельности
- отчет о рассмотрении и анализе финансового состояния и финансовых операций руководством
- ценные бумаги, выпущенные в Бразилии или за рубежом
- предстоящие правовые и административные разбирательства
- сделки между аффилированными сторонами
- связи между инвестиционным банком, координирующим выпуск ценных бумаг, и эмитентом,

45. Члены АНБИД имеют право указывать в своих проспектах, что они были подготовлены в соответствии с правилами АНБИД. Благодаря обеспечению профессионализма в своих отраслях члены АНБИД располагают возможностями, для того чтобы выделяться среди конкурентов и выполнять важные государственные функции.

С. Компании и отраслевые группы

46. Примеры оптимального раскрытия информации в системе корпоративного управления в Бразилии можно найти среди компаний, входящих в бразильский Индекс корпоративного управления, к которому относятся компании, имеющие котировку на "Новом рынке", а также компании БОВЕСПА, относящиеся к высшей категории. На момент составления настоящего доклада две компании имели котировку на "Новом рынке", три компании - котировку БОВЕСПА в качестве компаний категории 2 и 27 компаний в качестве компаний категории 1, причем еще две компании ожидали получения такой котировки.

47. Из 30 компаний, получивших на БОВЕСПА котировку категории 1 или категории 2, менее одной трети имели в составе совета директоров независимого директора²⁹. В то время как остаются возможности для улучшения содержания системы управления и отчетности, компании принимают соответствующие меры для удовлетворения собственных потребностей в капитале и потребностей тех, кто этот капитал предоставляет. Небольшое число бразильских компаний предпринимают успешные меры по повышению степени независимости³⁰. Компания "Companhia de Concessões Rodoviárias" (CCR), первой получившая котировку на "Новом рынке", недавно назначила г-жу Ану Новаис в качестве абсолютно независимого члена совета директоров. Стратегия компании заключалась в том, чтобы найти члена совета директоров, являющегося специалистом в области финансовых рынков и способного отстаивать интересы компании и бизнеса, а не интересы той или иной группы акционеров. Таким образом, улучшение корпоративного управления в соответствии с принципами, вытекающими из международной практики, является практически осуществимой задачей.

48. Другой компанией, имеющей котировку на "Новом рынке", является компания "Сабесп"³¹ (государственное коммунальное предприятие Сан-Паулу). "Сабесп" представляет собой смешанное государственно-частное предприятие с открытым капиталом, главным держателем акций которого является правительство штата Сан-Паулу. Приблизительно 30% ее капитала находятся в собственности правительства, а остальные 70% акций свободно котируются на бирже. Компания управляет работой муниципальных санитарных служб на основе концессий. Как CCR, так и "Сабесп" отличаются от других аналогичных компаний по своей практике раскрытия информации. Обе компании имеют вебсайты на португальском и английском языках, где четко показаны финансовые счета и другие документы, представляемые согласно требованиям Комиссии по ценным бумагам. Обеспечен простой доступ к квартальным показателям и протоколам совещаний аналитиков. Компания "Сабесп" неоднократно получала премии за деятельность в области управления, включая премии за устойчивый характер операций.

49. В качестве примера надлежащей практики раскрытия информации часто приводится также практика компании "Аракрус". Качество, оперативность и прозрачность информации, предоставляемой компанией "Аракрус" на рынке, получили широкое признание. Двумя недавними примерами являются пятая премия за прозрачность, присуждаемая АНЕФАК (Национальная ассоциация финансовых, административных и бухгалтерских работников), которая поставила компанию "Аракрус" в число первых пяти компаний обрабатывающего сектора, обеспечивающих наилучшее качество финансовых счетов, а также премия за ежегодную отчетность, присуждаемая АБРАСКА³², которая оценила ежегодный отчет компании "Аракрус" как один из трех лучших в Бразилии. Компания "Аракрус" была выбрана АБРАСКА за отличный уровень прозрачности в

области анализа экономических и финансовых факторов в отчете об обсуждении и анализе руководством финансового состояния и результатов операций, информации о рисках, а также структуры и практики системы корпоративного управления.

50. Следует также отметить существенные достижения в области корпоративного управления компанией "Маркополо", производящей запчастей для автомобилей. С учетом результатов переговоров с инвесторами компания решила изменить свои нормативные положения в целях более полного учета интересов инвесторов и получения котировки в качестве компании категории 2 на БОВЕСПА. Принятая ею новая политика, предусматривающая уделение пристального внимания интересам миноритарных инвесторов, позволила компании "Маркополо" добиться успешных результатов в плане привлечения дополнительного капитала в конце 2002 года, т.е. в то время, когда бразильский рынок переживал существенный спад. Эта политика также получила широкое одобрение со стороны участников рынка³³.

51. Примеры оптимальной практики в области раскрытия информации отмечаются также среди компаний, имеющих американские депозитарные расписки уровней II и III и представляющих информацию в соответствии со стандартами США³⁴. В сентябре 2003 года существовало 10, 25 и 44 бразильских компаний, имевших АДР уровней III, II и I, соответственно. Одной из этих компаний является "Петробраз", крупнейшая бразильская нефтегазовая и энергетическая корпорация. Компания "Петробраз" частично пересмотрела свою стратегию финансирования и управления в целях улучшения своих финансовых показателей по сравнению с другими аналогичными компаниями.

52. Принятая ею новая стратегия заключалась в согласовании интересов владельцев контрольных пакетов акций и миноритарных акционеров с уделением особого внимания вопросам рентабельности и защиты окружающей среды. Компания приняла важные меры, диверсифицировав свою базу акционеров и укрепив систему корпоративного управления, а также приняв новые нормативные положения, кодексы поведения и правила, направленные на защиты миноритарных акционеров. Особое внимание уделялось обеспечению транспарентности. В настоящее время компания "Петробраз" имеет вебсайт на английском, португальском и испанском языках, на котором размещаются материалы, представляемые КЦББ, а также другая информация, например аналитические доклады и рейтинги. Она организует сетевые опросы, краткие селекторные совещания и частые аналитические совещания и принимает меры, направленные на получение котировки категории II на БОВЕСПА. Компания "Петробраз" имеет также котировку на мадридской бирже, которая, по ее мнению (наряду с котировкой на нью-йоркской бирже), имеет важнейшее значение для достижения поставленной ею цели обретения статуса первоклассной мировой энергетической компании.

53. В Бразилии внимательно следили за кризисными событиями, вызванными крахом корпорации "Энрон", принятием Закона Сарбанеса-Оксли в 2002 году и последующими в результате этого изменениями системы регулирования в Соединенных Штатах Америки, которые активно обсуждались, в частности компаниями, имеющими котировку на биржах США. Главный интерес вызвало требование о создании независимого аудиторского комитета, которое в настоящее время имеет обязательный характер в Соединенных Штатах Америки. В то время как некоторые бразильские компании, такие, как "Пан де Асукар" уже учредили аудиторские комитеты, другие бразильские компании, например "Петробраз" и "Аракрус", хотели бы, чтобы их существующие финансовые советы были признаны в Соединенных Штатах в качестве аудиторских комитетов.

54. Один из главных вопросов заключается в том, насколько бразильские компании способны обеспечить независимость своих финансовых советов. Согласно требованиям, принятым в США, в состав аудиторских комитетов должны входить абсолютно независимые директора, а это требование трудно будет соблюдать в случае финансовых советов, поскольку, как правило, ряд мест в них отведен для кандидатов, предлагаемых держателями контрольных пакетов акций. Помимо этого, ответственность за найм и увольнение независимого аудитора возложено на административный совет, а не на финансовый совет. Расширенные обязанности и полномочия аудиторских комитетов в США неизбежно вступят в коллизию с требованиями в отношении финансовых советов, содержащимися в Законе о корпорациях. С тем чтобы привести существующие финансовые советы в соответствие с новыми требованиями, Бразилии, возможно, потребуется изменить круг их обязанностей, включив в него функции по надзору за деятельностью независимого аудитора и поддержанию связей между аудитором и советом директоров.

55. Компания "Пан де Асукар" считает, что финансовый совет и аудиторский совет выполняют разные функции и в связи с этим учредила оба эти органа. В состав ее аудиторского комитета входят три независимых директора и финансовый эксперт, согласно положениям Закона Сарбанеса-Оксли и требованиям, предъявляемым для получения котировки на биржах США. Тем не менее, могут сохраняться коллизии с бразильским корпоративным правом, поскольку по закону утверждать назначение независимого аудитора должен совет директоров, а не аудиторский комитет.

56. Крупные бразильские компании, традиционно ведущие материалоемкое производство, оказывающее существенное воздействие на окружающую среду, уделяют сейчас также повышенное внимание социальным и экологическим вопросам, что находит отражение в добровольном представлении ими социальной отчетности. Многие компании

стали представлять информацию по вопросам обеспечения устойчивости и воздействия их деятельности на окружающую среду. К их числу относятся вышеупомянутые компании "Сабесп" и "CCR". Еще одним примером является целлюлозно-бумажное предприятие, компании БОВЕСПА категории 1. Эта компания представляет основную информацию о соблюдении экологических норм ИСО и об элементах своей корпоративной программы выполнения социальных обязанностей. Вебсайт компании "Петробраз" в значительной части посвящен обсуждению вопросов социальной ответственности и экологических последствий ее деятельности. Хотя такая информация нечасто содержит количественные показатели и - в отличие от данных, содержащихся в финансовых счетах, - не позволяет проводить сопоставления между странами или различными периодами времени, ее раскрытие представляет собой важный шаг вперед.

III. ВОПРОСЫ ПРАКТИЧЕСКОГО ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ

57. Наиболее важным рыночным фактором, способствующим повышению прозрачности в области корпоративного управления, является рост числа бразильских компаний, стремящихся выйти на рынки капитала США посредством получения американских депозитарных расписок (АДР). Получение котирующей на иностранных биржах привело к повышению качества отчетности внутри страны, однако в целом результатом этого было снижение объема торговли Бразилии на рынках США и европейских стран. В будущем, для того чтобы вновь приблизиться к прежним показателям объема торговли, возможно, потребуется вернуть в Бразилию тех инвесторов, которые предпочитают относительную надежность вложения средств в акции, котирующиеся на американских или европейских биржах.

58. Еще одним фактором, способствовавшим повышению прозрачности, было предоставление международным инвесторам доступа к финансовым рынкам. Иностранные портфельные инвесторы предъявляют к компаниям повышенные требования, касающиеся предоставления информации, и раскрываемая информация и политика ее предоставления, проводимая некоторыми бразильскими компаниями, несомненно, приводятся в соответствие с этими требованиями. Тот факт, что огромное большинство находящихся в обращении акций не дают прав голоса, по-прежнему остается серьезным препятствием для развития бразильского рынка и повышения уверенности инвесторов.

59. Основополагающее значение имеет вопрос об обеспечении выполнения правил раскрытия информации. Комиссия по ценным бумагам на регулярной основе публикует перечень грубых нарушений требований, предъявляемых к организациям в отношении раскрытия информации. В декабре 2002 года в этом перечне числилась 91 компания,

совершившая в предыдущие годы нарушение этих требований. Даже несмотря на то, что нарушения правил раскрытия информации могут привести к применению штрафных санкций и лишению котировки³⁵, компании постоянно игнорируют правила, установленные Комиссией. Отсутствие возможности обратиться в суд в случае нарушений прав акционеров также сдерживает активность инвесторов. Урегулирование коллизий может длиться годы, и решения зачастую неоднократно оспариваются. Комиссия признает, что она не располагает достаточными полномочиями и возможностями для обеспечения выполнения ее решений.

60. Эффективность добровольных подходов к улучшению корпоративного управления еще не доказана. Хотя, как представляется, сокращение капитальных издержек является весьма привлекательным стимулом для компаний, до настоящего времени частные выгоды, обеспечиваемые за счет контроля за предприятиями в Бразилии, по-видимому, перевешивают преимущества совершенствования корпоративного управления, такие, как сниженные капитальные издержки. Этот вывод, по-видимому, подтверждается крупными размерами премий, выплачиваемых в Бразилии за контроль над предприятиями, а также значительным противодействием внесению изменений в этой области со стороны корпоративного сектора.

61. Некоторые из ключевых проблем, которые необходимо будет решить, существуют уже давно и хорошо известны: необходимость дальнейшего совершенствования Закона о корпорациях в целях расширения и защиты прав инвесторов; необходимость более адекватного раскрытия информации в сфере бухгалтерского учета; необходимость совершенствования соответствующих механизмов для обеспечения соблюдения установленных норм; а также необходимость выделения дополнительных ресурсов нормативным учреждениям. Возможно, потребуется реорганизовать некоторые из существующих надзорных органов и учредить другие органы, такие, как независимое надзорное учреждение, контролирующее деятельность аудиторских фирм. Изменения в этих областях обеспечили бы, вероятно, возможность улучшения стандартов и практики бухгалтерского учета и аудита и в конечном счете позволили бы повысить транспарентность. Структурные преобразования позволили бы также преодолеть пассивность институциональных инвесторов за счет обеспечения для них соответствующих стимулов и возможностей для работы.

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Пока еще не ясно, насколько рост рынков капитала соответствует текущим приоритетам правительственной реформы.
- ² По данным, представленным г-ном Мауру Родригисом да Кунья, "Брадеско-Темплтон".
- ³ Так, например, в июле 1997 года акции, котировавшиеся на БОВЕСПА, составляли 55% объема акций на фондовой бирже Мадрида, а в июне 2001 года - лишь 6,3%. Если рассматривать показатели по другим международным биржам, то изменения будут еще более резкими. Источник: БОВЕСПА.
- ⁴ Округленные показатели за 2002 год, изложенные в документе БОВЕСПА "Overview of the Brazilian Economy and the Capital Market, March 2003" (Обзор бразильской экономики и рынков капитала, март 2003 года). При расчете этих показателей применялись обменные курсы реала к доллару США на 9 мая 2003 года.
- ⁵ Низкая концентрация собственности является на различных рынках ценных бумаг скорее исключением, чем правилом.
- ⁶ В соответствии с бразильским правом акции, дающие право голоса, до недавнего времени составляли лишь одну треть (33,33%) общего объема акций, находящихся в обращении. Абсолютный контроль за компанией можно сохранять, имея половину акций, дающих право голоса, или менее 17% всех акций в обращении. В результате недавнего включения поправок в Закон о корпорациях этот показатель увеличился до 50%, и таким образом в настоящее время контроль можно поддерживать, располагая 25% всех акций, находящихся в обращении.
- ⁷ Flavio Marcilio Rabelo and Luciano Coutinho, "Corporate Governance in Brazil", April 2001.
- ⁸ В составленном МСУО перечне оптимальных видов практики по соблюдению требований, касающихся раскрытия информации, не излагается какой-либо определенной позиции по вопросу о желательности непропорциональных структур контроля. Вместе с тем эти требования направлены на поддержку полного раскрытия информации о таких структурах, с тем чтобы инвесторы могли лучше оценивать потенциальные риски.

- ⁹ Члены правления по-португальски называются "directors" (по-французски - "directeur, по-испански - "director"), однако при переводе на английский лучше использовать слова "executives" или "officers" (руководящие работники). Если переводить португальское слово "director" английским "director", то во многих случаях при применении этого термина к членам совета директоров возникает путаница.
- ¹⁰ Финансовые советы иногда при переводе называются аудиторскими комитетами. Это неправильно, поскольку эти органы имеют различную предысторию и выполняют разные функции.
- ¹¹ Аналогичные структуры существуют в Италии и в Российской Федерации.
- ¹² По данным, представленным г-жой Элоизой Бедикс, исполнительным директором БИКУ.
- ¹³ В отношении квартальных счетов компаний, получивших котировку, проводится аудиторский обзор, но не полномасштабная аудиторская проверка.
- ¹⁴ Mauro Rodrigues da Cunha, "The Corporate Law: The Beginning of the End," *Jornal Valor*, 24 September 2001.
- ¹⁵ Полный текст рекомендаций на английском и португальском языках см. на вебсайте Комиссии по ценным бумагам www.cvm.gov.br.
- ¹⁶ Международные стандарты финансовой отчетности, установленные Международным советом по стандартам бухгалтерского учета (МССУ). Более подробную информацию в отношении МССУ см. на вебсайте www.iasc.org.uk.
- ¹⁷ Международная организация комиссий по ценным бумагам (ИОСКО). См. вебсайт <http://www.iosco.org/>.
- ¹⁸ Более подробную информацию в отношении ИБРАКОН см. на вебсайте <http://www.ibracon.com.br/>.
- ¹⁹ "GAAP 2001, A Survey of National Accounting Rules Benchmarked Against International Accounting Standards" см. вебсайт http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm.
- ²⁰ "GAAP Convergence 2002", см. вебсайт http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm.

- 21 Делегирование полномочий является обычной мерой, хотя иногда при осуществлении данной меры на практике могут возникать сложности. Правительства могут проявлять осторожность в отношении передачи полномочий по целому ряду причин. Изменения стандартов учета могут непосредственно затронуть налоговую базу. Зачастую возникает озабоченность в отношении обеспечения соблюдения стандартов, устанавливаемых частным сектором, а также возможных коллизий интересов между частными профессиональными организациями.
- 22 Фактические требования устанавливают, что акции должны предлагаться по "экономически обоснованной стоимости" и указывают методы определения этой стоимости. Как представляется, "экономически обоснованная стоимость" соответствует рыночной стоимости.
- 23 Подробное рассмотрение правил получения котировки на БОВЕСПА на английском языке см. на вебсайте www.bovespa.com.br/indexi.htm.
- 24 Полный текст доклада о последствиях перехода в специальные категории кооперативного управления БОВЕСПА, подготовленного г-ном Антониу Гледсоном де Карвалью в январе 2003 года, см. на вебсайте <http://www.bovespa.com.br/indexi.htm>.
- 25 По данным, представленным г-жой Элоизой Бедикс, исполнительным директором БИКУ. Дополнительные сведения в отношении кодекса БИКУ см. ниже.
- 26 См. вебсайт АНИМЕК <http://www.animec.com.br/>.
- 27 Полный текст кодекса имеется на вебсайте БИКУ <http://www.ibgc.org.br/home.asp>. Разделы, посвященные вопросам раскрытия информации и аудита содержатся в приложении к настоящему документу.
- 28 Раздел 9 кодекса (основной элемент, касающийся раскрытия информации) включен в приложение к настоящему документу. Полный текст кодекса на английском и португальском языке см. на вебсайте <http://www.anbid.com.br/>.
- 29 Источник: БИКУ.
- 30 Некоторые сторонники существующих структур управления ставят под сомнение необходимость обеспечения независимости в условиях Бразилии. Отмечается, что тесные связи между владельцами и управляющими в Бразилии по существу могут считаться

идеальным инструментом управления, поскольку при этом не проводится разделения между собственностью на предприятие и контролем за предприятием. Вместе с тем при такой аргументации не учитываются частые злоупотребления, совершаемые владельцами контрольных пакетов акций в отношении миноритарных акционеров, а также то воздействие, которое оказывают присущие данной системе злоупотребления в отношении таких акционеров на репутацию всего рынка. Наконец, владельцы и управляющие по существу не являются равнозначными в Бразилии, поскольку пирамидные структуры дают контроль группам, которые, как правило, представляют меньшинство держателей акций.

31 Вебсайт www.sabesp.com.br.

32 Бразильская ассоциация государственных компаний.

33 По данным, представленным г-ном Мауру Родригисом да Кунья, "Брадеско-Темплтон".

34 Для Бразилии характерна высокая доля акций отечественных компаний, котирующихся в других странах, причем приблизительно 37% объема продаж таких акций приходится на Соединенные Штаты Америки. Источник: БОВЕСПА.

35 Случаи лишения котировок встречаются редко, хотя недавно бразильская национальная авиакомпания "ВАРИГ" была лишена котировки в качестве компании категории 1 на БОВЕСПА.
