

Проблемы, связанные с реализацией акционерами, владеющими американскими депозитарными расписками, права на управление российскими акционерными обществами и их решение

*Ратников К.Ю.**

1. Американские депозитарные расписки: вопросы терминологии

В условиях глобализации экономики встает вопрос об интегрированности каждой страны в мировое хозяйство, в международные организации и объединения, включая ВТО, включенности каждой страны в жизнь и политические процессы международного сообщества. Сильные экономические связи государства с другими странами определяют уровень экономики, социальных отношений, научно-технического прогресса. Поэтому предпринимательская деятельность в международной сфере, условия для привлечения иностранных инвестиций, частные интересы, возникающие в интернациональном общении, должны быть объектом скрупулезного и компетентного правового регулирования.

Выпуск Американских депозитарных расписок (АДР) на сегодняшний день является основным способом продажи российских акций на фондовых рынках США и Западной Европы. Так АДР размещаются на Нью-Йоркской, Лондонской, Франкфуртской, Гонконгской и других фондовых биржах мира. К апрелю 2002 г. более сорока российских компаний выпустили АДР на свои акции и привлекли значительные портфельные инвестиции за рубежом; среди примеров можно назвать: ОАО «НК ЛУКОЙЛ», ОАО «Ро-

* Ратников Кирилл Юрьевич – юрист международной юридической фирмы «Кудер Бразерс ЛЛП»; закончил юридические факультеты МГУ (1996 г.) и Йельского университета (мастер права: 1999 г.); аспирант Института государства и права Российской Академии наук. Автор принимал участие в консультировании по 12 проектам АДР российских компаний и в работе экспертных групп ФКЦБ РФ и Банка России, ответственных за подготовку нормативных актов по вопросам АДР. Мнение г-на Ратникова может не совпадать с мнением «Кудер Бразерс ЛЛП», ее партнеров, юристов и сотрудников.

стелеком», РАО «Газпром», НК «ЮКОС», ОАО «ГУМ», ОАО «ЦУМ», ОАО «Аэрофлот», «Вымпелком», «МТС», «Вим-Билль-Дан» и др.

АДР можно сравнить с конвертируемой ценной бумагой, которая дает владельцу обменять ее на другую ценную бумагу в целом равную ей по стоимости. При этом в случае с АДР каждая такая расписка, подчиняющаяся праву США, дает ее владельцу право собственности на определенное количество акций неамериканской компании, и подлежит конвертации в такие акции по требованию владельца АДР¹. Использование АДР обусловлено запретом, содержащимся в законодательстве США, размещать неамериканским эмитентам свои акции на фондовом рынке США «напрямую» т.е. без использования механизма АДР.

В зарубежной юридической литературе, подготовка к выпуску АДР, а также выпуск и размещение АДР объединены термином «проект АДР». Данный термин широко применяется на практике в России. Каждый проект АДР осуществляется несколькими участниками – американским банком-депозитарием, российской компанией, на акции которой выпускаются АДР, российским банком-хранителем и банками - андеррайтерами.

Американский банк-депозитарий и российская компания. В любом проекте выпуска АДР их эмитентом является американский банк-депозитарий. Российская компания, на акции которой выпускаются АДР, является эмитентом акций, которые представлены депозитарными расписками. Американский банк-депозитарий и российская компания заключают депозитный договор, регулирующий основные условия проекта АДР: выпуск, обращение и погашение АДР, реализацию владельцами АДР права голоса в отношении акций российской компании, представленных АДР, права на получение дивиденда и ликвидационной доли. Иностранные инвесторы, приобретающие АДР, становятся стороной этого договора (приобретая АДР они автоматически соглашаются с условиями проекта АДР).

Российский банк-хранитель. АДР выпускаются и размещаются американским банком-депозитарием за пределами РФ после того,

¹ Например, одна АДР РАО «Газпром», выпущенная в рамках транша от 22 октября 1996 г., предоставляет инвесторам право собственности на пакет из 10 обыкновенных акций РАО общей стоимостью 15 долл. 75 центов на момент выставления транша на торги на Лондонской фондовой бирже.

как определенное количество акций российской компании, равное по стоимости выпускаемым АДР, депонируется на счет депо в России, открытый российским банком-хранителем. Российский банк-хранитель является профессиональным участником рынка ценных бумаг и действует на российском рынке в соответствии с лицензиями ФКЦБ РФ на осуществление депозитарной деятельности и деятельности номинального держателя. Функции российского банка-хранителя включают: хранение (депозитарный учет) российских акций, представленных АДР, и осуществление функций номинального держателя всех акций российской компании, представленных депозитарными расписками, в реестре акционеров российской компании.

Банки-андеррайтеры. Четвертый участник проектов АДР - иностранный (как правило, американский) банк-андеррайтер (группа таких банков) осуществляет консультирование российской компании в отношении структуры размещения АДР и осуществляет размещение АДР на зарубежном рынке за вознаграждение от российской компании.

Источник проблем в проектах АДР – противоречия законодательства России и США и пробелы в законодательстве России. В настоящее время АДР, выпущенные на акции российских компаний, подчиняются как общим правилам федерального законодательства о ценных бумагах США, так и российским федеральным законам «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» и актам Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ РФ). Отсутствие специального законодательства породило множество практических проблем.

2. Процедура голосования акциями, представленными АДР, предусмотренная депозитным договором

Каждая АДР, выпущенная на обыкновенные акции российской компании, дает ее владельцу право голоса по таким акциям на общем собрании акционеров. Процедура голосования акциями, представленными АДР, закреплена в депозитных договорах с американскими банками-депозитариями.

В соответствии с депозитным договором руководство российской компании посылает материалы общего собрания акционеров и образец бюллетеня для голосования владельцам АДР через российский банк-хранитель, который направляет их американскому банку-депозитарию. Американский банк-депозитарий пересылает бюллетень для голосования («voting instruction card») с сопроводительным письмом владельцам АДР. В сопроводительном письме указывается срок окончания сбора американским банком-депозитарием заполненных бюллетеней, после которого бюллетени не принимаются.

Американский банк-депозитарий собирает бюллетени для голосования, полученные от владельцев АДР, и пересылает их органам управления российской компании (как правило, председателю правления компании или иному указанному им лицу). Такие бюллетени российская компания, как правило, получает за неделю до даты годового общего собрания акционеров. В случае, если владельцы АДР не дали инструкций о том, как проголосовать их акциями, американский банк-депозитарий выдает председателю правления российской компании (или другому представителю менеджмента, указанному правлением) *доверенность на голосование непроголосовавшими акциями по своему усмотрению* («discretionary проху»). Выдача такой доверенности, как и процедура делегирования права голоса, предусмотрена в депозитном договоре.

Другого варианта осуществления права голоса владельцами АДР, включая возможность личного участия в собрании акционеров российской компании, депозитные договоры не предусматривают. С практической точки зрения все акции, представленные АДР, участвуют в голосовании, включая акции, в отношении которых владельцы АДР дали инструкции по голосованию и АДР, владельцы которых не представили своих инструкций по голосованию. Во втором случае представители российских компаний всегда голосуют не проголосовавшими АДР по своему усмотрению и учитывают акции, представленные такими АДР, для целей кворума².

² См.: Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки», М.: Статут, 2001. С. 232-237.

3. Российское право регулирует процедуру голосования акциями, представленными АДР: анализ коллизионных привязок

На практике встал вопрос, какому праву – российскому или иностранному (второму подчинены как сами АДР, так и депозитные договоры) подчиняется процедура голосования акциями, представленными АДР, и форма доверенности на голосование.

Российские акции, представленные АДР, депонируются на территории России и подчиняются праву России. Российская теория ценных бумаг предусматривает, что каждая акция дает инвестору равное количество прав. Важным аспектом, связанным с реализацией акционерами, владеющими АДР, своих прав, включая и право на управление акционерным обществом, является использование коллизионного метода регулирования. Коллизионное право является мостом, связывающим национальную российскую правовую систему с иностранным правом. Иностранное право на территории России применяется на основе и *в рамках национальной российской права* и в соответствии с общепризнанными нормами международного права. Российское право регулирует права и обязанности собственников акций отечественных компаний и банков, на которые выпущены депозитарные расписки.

Возникновение и прекращение права собственности и иных вещных прав на имущество *определяются по праву страны, где такое имущество находится*. Содержание права собственности и иных вещных прав на недвижимое и движимое имущество, их осуществление и защита *определяются по праву страны, где это имущество находится* (статьи 1205 – 1206 Гражданского кодекса РФ)³. Данные коллизионные нормы состоят из двух элементов: объема («право собственности на имущество») и привязки («определяется по праву страны, где такое имущество находится») и имеют императивный характер, так как содержат категорическое предписание, касающееся выбора права, которое *не может быть изменено по усмотрению сторон частноправового отношения*.

³ См.: Федеральный закон от 26 ноября 2001 г. № 146-3 «Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть третья.»

Анализируемые статьи Гражданского кодекса РФ представляют собой классический пример *lex rei sitae* – формулу прикрепления по закону места нахождения вещи. Она означает применение права того государства, на территории которого находится вещь. Как пишет Г.К. Дмитриева, если сущность этой формулы прикрепления не изменилась с древних времен (правда, менялось юридико-философское обоснование ее применения), то сфера ее применения серьезно изменилась. Когда-то закон места нахождения вещи применялся исключительно к недвижимости, в настоящее время в сферу его действия включено движимое имущество⁴.

Возникает вопрос о том, насколько цитируемые коллизионные привязки применимы к ценным бумагам. Как пишет Е.А. Суханов, в гражданском праве термин «*имущество*» используется как для обозначения конкретных вещей, так и при определении совокупности имущественных прав и обязанностей субъекта. Таким образом, понятием имущества охватывается совокупность принадлежащих лицу вещей, прав требования и обязанностей (долгов)⁵.

Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов *имущественные права*, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении (статья 77 ГК РФ). С передачей ценной бумаги переходят *все* удостоверяемые ею права *в совокупности*. Таким образом, ценная бумага представляет единый комплекс имущественных прав (и обязанностей) ее владельца, которые в совокупности являются «имуществом». Следовательно, статьи 1205-1206 ГК РФ применяются и к ценным бумагам.

Российские акции (их сертификаты), на которые выпускаются АДР, депонируются в российском банке-хранителе и находятся на территории РФ. Следовательно, такие акции («имущество») не покидают территории России, и поэтому на их собственников распространяется российское право.

Депозитные договоры между американским банком-депозитарием и российской компанией, которыми регулируются проекты депозитарных расписок, подчиняются иностранному праву (как правило, праву штата Нью-Йорк). Данными договорами регули-

⁴ См.: Международное частное право. / Под ред. Г.К. Дмитриевой М., Проспект, 2000. С. 110-111.

⁵ См.: Гражданское право. / Под ред. Е.А. Суханова Том 1. М., Бек. 1993. С. 112.

руются вопросы осуществления собственниками АДР своих прав в отношении российских акций, включая права на управление акционерным обществом, на получение дивидендов и другие.

Согласно доктрине акционерного права все права и обязанности акционеров, владеющих российскими акциями, определяются корпусом ценной бумаги – *документом*, связывающим эти права воедино. Следовательно, права, удостоверенные ценной бумагой, представляют собой единый неделимый комплекс. Этот комплекс представляет *единый объект гражданского права*. Не существует такого отдельного объекта, как, например, право голоса на общем собрании акционеров. Таким образом, *говоря о праве, применимом к собственности на акции – праве российском, закон подразумевает, что российское право применяется к каждой отдельно взятой характеристике указанного объекта собственности, к правам и обязанностям, закрепленным ценной бумагой, а также к механизму их реализации*⁶.

Таким образом, к *правоотношениям* в области осуществления акционерами права на управление российскими акционерными обществами применяется право России. При этом нормы депозитных договоров не должны противоречить российскому праву, а в случае противоречий должно применяться российское право о ценных бумагах, а не зарубежное право, избранное сторонами депозитного договора (см. статьи 1205-1206 ГК РФ)⁷.

Согласно статье 16 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» «форма и порядок удостоверения, уступки и осуществления

⁶ О содержании права собственности и научных дискуссиях на данную тему смотреть анализ в книге: *Камышинский В.П.* Право собственности: пределы и ограничения. М., Юнити, 2000. С. 48-60. О праве собственности см.: *Суханов Е.А.* Лекции о праве собственности М., Юрид. лит., 1991; *Скловский К.И.* Собственность в гражданском праве. М.: Дело, 1999; *Маттеи У., Суханов Е.А.* Основные положения права собственности. М., Юристъ, 1999; *Мозолин В.П.* Право частной собственности в Российской Федерации в период перехода к рыночной экономике. М., 1992; *Гребенников В.В.* Институт собственности в условиях рыночной экономики и социального государства. М., Манускрипт; ТЕИС, 1996; *Грибанов В.П.* Пределы осуществления и защиты гражданских прав. М., 1972.

⁷ Подробнее о применении иностранного права в России и странах англо-саксонского права см.: *Тимохов Ю.А.* Применение иностранного права в практике российских судов // *Международное частное право: современная практика*. М., 2000 С. 17-42. См. также: *Богуславский М.М.* Порядок применения и установления содержания иностранного права // *Международное частное право: современные проблемы*. М., 1994. С. 475-489.

прав, закрепленные эмиссионной ценной бумагой, определяются настоящим федеральным законом». По российскому праву каждая акция российской компании дает ее владельцу *«одинаковый объем прав с другими владельцами акций того же типа»* (обыкновенных, привилегированных) (статья 31 Федерального закона «Об акционерных обществах»). К таким правам относится право голоса на собрании акционеров по всем вопросам его компетенции.

Статьей 31 Федерального закона «Об акционерных обществах» предусмотрено, что акционеры - владельцы обыкновенных акций общества могут в соответствии с настоящим законом и уставом общества участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции. Такое право на участие в общем собрании акционеров *«осуществляется акционером как лично, так и через своего представителя...»* (статья 57 указанного Федерального закона). Российская правовая теория трактует право голоса как *«волеизъявление лица, такое право имеющего»*, а именно – акционера⁸. В случае АДР право голоса в отношении российских акций имеют только собственники АДР.

Представитель акционера на общем собрании акционеров действует в соответствии с полномочиями, основанными на указаниях федеральных законов или актов уполномоченных органов или органов местного самоуправления либо *доверенности, составленной в письменной форме* (статья 57 Федерального закона «Об акционерных обществах»). Следовательно, передача права голоса **не может** быть осуществлена по договору, включая депозитный договор, а именно в последнем устанавливается право на передачу права голоса по непроголосовавшим АДР. По российскому праву такая передача права голоса возможна только в форме *доверенности от акционера* (собственника АДР) *непосредственно доверенному лицу*.

Отсюда вывод – нормы депозитных договоров, предусматривающие выдачу доверенности американским банком-депозитарием менеджменту российских компаний (председателям правлений) на голосование непроголосовавшими АДР (*«discretionary proxy»*), не соответствуют российскому праву. *Американский банк-депозитарий, по сути, передает третьим лицам право на волеизъявление*

⁸ См.: Лаптев В.В. Акционерное право. М., Юридическая фирма «Контракт», 1999. С. 67-74.

по акциям, которым он сам не обладает. При этом выдача американским банком-депозитарием такой доверенности лицу, не являющемуся представителем менеджмента, также не имеет по российскому праву юридической силы. Таким образом, не важно кому выдается такая доверенность.

Следует обратить внимание на то, что в самих депозитных договорах дается отсылка на применение российского права по отношению к голосованию депонированными акциями: «Лица, являющиеся собственниками (АДР и акций ими представленных)... имеют право согласно всем применимым в данном случае положениям законодательства Российской Федерации и устава компании давать указания депозитарию по поводу осуществления таких прав на голосование, если таковые имеются, связанных с тем количеством акций, которые представлены АДР».

4. Процедура голосования, предусмотренная депозитным договором, противоречит российскому праву

Российское право является правом, применимым к процедуре голосования акциями, представленными АДР, и к форме доверенности на голосование. Процедура голосования, предусмотренная депозитным договором, противоречит ряду норм российского права.

Формирование совета директоров из представителей менеджмента. На практике представители менеджмента российских компаний получают возможность переизбирать из года в год самих себя в советы директоров. При этом доверенность на голосование, выписанная американским банком-депозитарием, недействительна по российскому праву.

Благодаря возможности избирать самих себя или дружественных менеджменту лиц в советы директоров, в компаниях, в которых доля АДР в структуре акционерного капитала высока, менеджеры имеют стабильное большинство – контролируют советы директоров.

Заинтересованные сделки. Следует учитывать, что существующая в настоящее время процедура голосования исполнительными органами (менеджментом) российских компаний непроголосовав-

шими акциями, представленными АДР, на общих собраниях акционеров российских компаний может входить в противоречие с положениями Федерального закона «Об акционерных обществах», касающихся заинтересованных сделок. Дело в том, что менеджмент, если он заинтересован в сделке, получает право голоса в отношении таких сделок и, голосуя вместо зарубежных акционеров, владеющих АДР, может отдать их голоса за совершение сделок, в которых сам заинтересован.

На практике, чтобы избежать противоречия с Федеральным законом делается следующее. Американский банк-депозитарий выписывает доверенность на голосование непроголосовавшими АДР представителю менеджмента, который *«де юре»* не заинтересован в совершаемой сделке. Однако последний действует в соответствии с инструкциями представителей менеджмента, заинтересованных в сделке *«де юре»*, что на практике не представляется возможным доказать. Данная модель уже использовалась при голосовании АДР двух российских компаний.

Есть и другой пример того, как обходят положения закона о заинтересованных сделках. Российский менеджмент и связанные с ним лица могут владеть акциями, а также АДР компании, которой они руководят, через оффшорные компании. На практике «отследить» собственников оффшорных компаний, а также их акционеров или лиц, аффилированных с такими акционерами оффшорных компаний, очень трудоемкая задача. В случае владения акциями через оффшор в реестре российских акционеров, как правило, указывается не сама оффшорная компания, а номинальный держатель, выступающий от ее имени. За таким номинальным держателем часто тянется «цепочка» других зарубежных номинальных держателей, которая и ведет к оффшорной компании, являющейся собственником акций.

На практике российские реестродержатели часто не требуют раскрытия информации о собственнике АДР (акций), ограничиваясь сведениями о первом номинальном держателе. Максимум, что может потребовать российский регистратор акций – сведения о «первом собственнике», то есть самой оффшорной компании. Однако такая оффшорная компания, как правило, находится в собственности других зарубежных компаний или трастов (часто и здесь имеют место «цепочки» номинальных держателей). Лишь через

несколько «звеньев» такого владения (номинальные держатели – оффшорная компания – ее зарубежные и российские акционеры или владельцы (и их номинальные держатели) – трастовые оффшорные компании – участники траста и т. д.) можно найти представителей российского менеджмента либо созданные им зарубежные компании. Данная модель позволяет российскому менеджменту оставаться «в тени», при этом оставаясь собственниками значительных пакетов акций в российских обществах. Такую же модель «маскировки» заинтересованных в сделке лиц могут применять акционеры компании, что может дать им «теневой контроль».

Следует также отметить, что ряд оффшорных территорий, в частности многие острова Карибского бассейна, не требуют обязательного внесения в официальный реестр сведений о директорах оффшорных компаний. На практике получить сведения о директорах таких компаний часто невозможно.

Возможность лишить акционеров права голоса. Следует отметить, что депозитные договоры предусматривают возможность лишения иностранных акционеров, владеющих АДР, права голоса на общих собраниях акционеров. Пример – ситуация, в которой американский банк-депозитарий не получил от российской компании письменных инструкций (указаний) на проведение голосования владельцами АДР. На практике были случаи, когда владельцы крупных пакетов АДР не получали бюллетени и материалы общего собрания.

Следует учитывать, что акционеры, владеющие незначительными пакетами АДР, часто игнорируются. Отдельные российские компании не дают поручения американским банкам-депозитариям посылать уведомления о проведении общих собраний акционерам, владеющим небольшими пакетами АДР (пакеты из 50-100 акций).

Невозможность владельцам АДР проголосовать лично или отозвать доверенность, выданную менеджменту американским банком-депозитарием. Владельцы АДР лишены возможности лично присутствовать на общем собрании акционеров (для них депозитный договор такой возможности не предусматривает). Кроме того, владельцы АДР не вправе отменить доверенность, выданную американским банком-депозитарием, или назначить нового представи-

теля (иного, чем представители менеджмента) для участия от их имени в голосовании.

Проконтролировать результаты голосования владельцами АДР затруднительно на практике. Ввиду того, что американский банк-депозитарий представляет комплект документации по голосованию непосредственно менеджменту российских компаний акционерам, затруднительно, а часто невозможно проконтролировать результаты голосования владельцами АДР. Счетная комиссия в большинстве случаев получает документ, обобщающий результаты голосования владельцами АДР, подготовленный менеджментом, а не первичную документацию, подготовленную американским банком-депозитарием. Счетная комиссия не имеет доступа к документам, полученным от проголосовавших владельцев АДР.

Контроль над сроками голосования. У менеджмента российских компаний есть возможности по установлению сроков на проведение голосования и передачу его результатов собственниками АДР американскому банку-депозитарию. Российская компания вправе по депозитному договору установить срок для проведения голосования владельцами АДР по своему усмотрению. Как правило, на практике такой срок составляет порядка 20-25 дней, что меньше срока, указанного в законе. Так, в соответствии с пунктом 2 статьи 52 Федерального закона «Об акционерных обществах» общество с числом акционеров – владельцев голосующих акций более тысячи обязано направить письменное уведомление или опубликовать информацию о проведении общего собрания акционеров не позднее, чем за 30 дней до даты его проведения.

Учитывая специфику иностранных инвесторов, собственников АДР, а это, как правило, инвестиционные и пенсионные фонды и банки, такого срока часто недостаточно для принятия ими решений. В частности, вопросы голосования в инвестиционных институтах являются прерогативой высшего руководства и часто требуют созыва коллегиальных органов управления для принятия решений о том, как проголосовать акциями, представленными АДР. Как пишет Е. Миронов, из-за указанных проблем международные инвесторы «в ряде случаев предпочитают продавать принадлежащие им АДР вместо того, чтобы голосовать, если, например, чувствуют, что дела идут плохо»⁹.

⁹ См.: *Миронов Е.* Международные рынки в эпоху возросших рисков // Рынок ценных бумаг. 2000. № 10(169). С. 41.

5. Примеры ущемления права владельцев АДР на управление российскими акционерными обществами: 2000-2001 гг.

На практике менеджмент ряда российских компаний использует технологии, позволяющие лишить владельцев АДР права голоса или затрудняющих их возможность проголосовать. Менеджмент в результате получает право голосовать акциями, представленными АДР, в отношении которых владельцы АДР не дали инструкций по голосованию. Данная практика вызвала серьезную озабоченность ФКЦБ РФ, Правительства России и Государственной Думы¹⁰.

Ниже приводятся три примера из практики, иллюстрирующие технологии, которые использовал менеджмент ряда российских компаний для получения права голоса по непроголосованным АДР и лишения иностранных инвесторов возможности принять участие в голосовании на общем собрании акционеров¹¹.

В первом примере рассматривается ситуация, в которой, несмотря на полное отсутствие акций в собственности членов исполнительных органов общества, менеджмент получает блокирующее меньшинство, воспользовавшись акциями непроголосовавших владельцев АДР.

На момент проведения общего собрания акционеров контрольный пакет компании АБВ принадлежал государству и 33% обыкновенных акций были размещены в форме АДР.

¹⁰ См., напр, материалы парламентских слушаний 16 октября 2000 г.: Recommendations of the Parliament Hearing «Perfecting Legislation on the Protection of Investors in Light of Practices of Issuance of Derivatives for the Shares of Russian Enterprises» (источник: Письмо № 3.24/570 от 30 октября 2000 г. от Председателя Комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам Государственной думы Федерального собрания РФ).

¹¹ Автор благодарит Вадима Клейнера из инвестиционного фонда «Hermitage Capital Management» за предоставленные материалы и презентацию «Практические вопросы обращения российских АДР глазами инвесторов» (16 октября 2000 г.).

Структура акционерного капитала компании АБВ

ГОСУДАРСТВО 51%	АДР 33%	ДРУГИЕ 16%
--------------------	------------	---------------

Акционеры, реально участвующие в собрании акционеров

ГОСУДАРСТВО 51%	голос. АДР 10,5%	менед- жмент 22,5%	другие 6%
--------------------	------------------------	--------------------------	--------------

ТОЛЬКО 90%
УЧАСТВУЮТ

не участ-
вующие
10%

Результаты распределения голосов на собрании акционеров

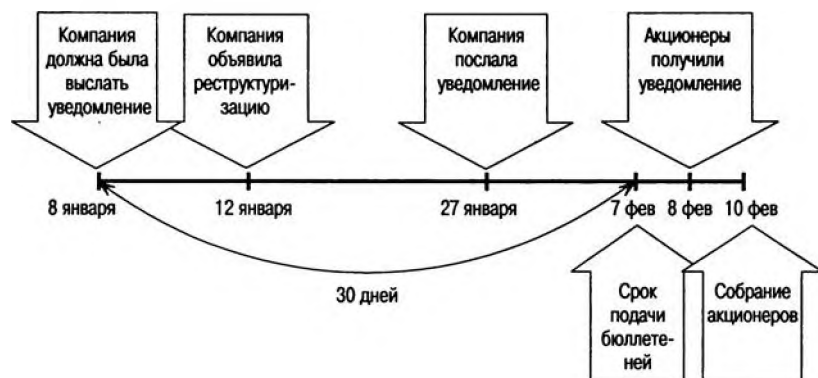
ГОСУДАРСТВО 56,7%	голос. АДР 11,7%	менед- жмент 25%	другие 6,6%
----------------------	------------------------	------------------------	----------------

Блокирующее меньшинство

Несмотря на полное отсутствие акций, менеджмент получает блокирующее меньшинство, воспользовавшись акциями неголосовавших владельцев АДР

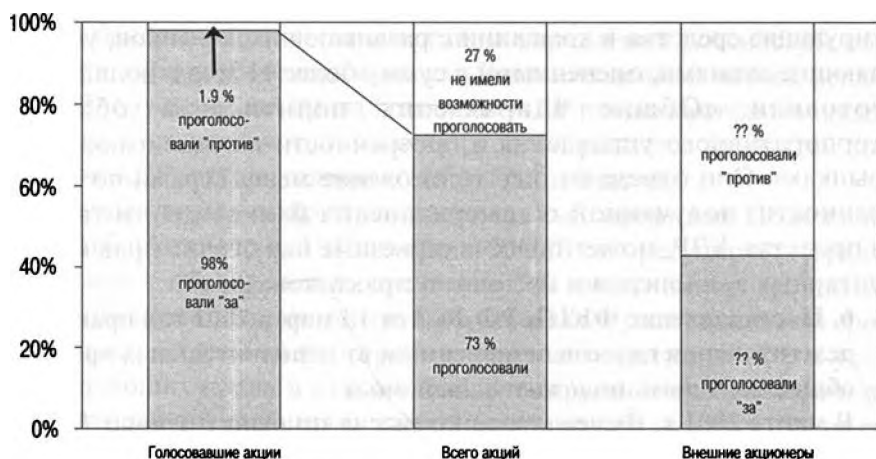
Второй пример иллюстрирует технологию, использованную крупной российской нефтяной компанией, направленную на лишение акционеров, владеющих АДР, права голоса на общем собрании акционеров, на котором рассматривался вопрос ее реструктуризации. Менеджмент проголосовал акциями, представленными непроголосовавшими АДР, на общем собрании акционеров за реструктуризацию.

Не предоставление вовремя уведомления о внеочередном собрании акционеров



Бюллетени, полученные 8 февраля, были признаны недействительными, несмотря на позднее уведомление российской нефтяной компанией и американским банком-депозитарием.

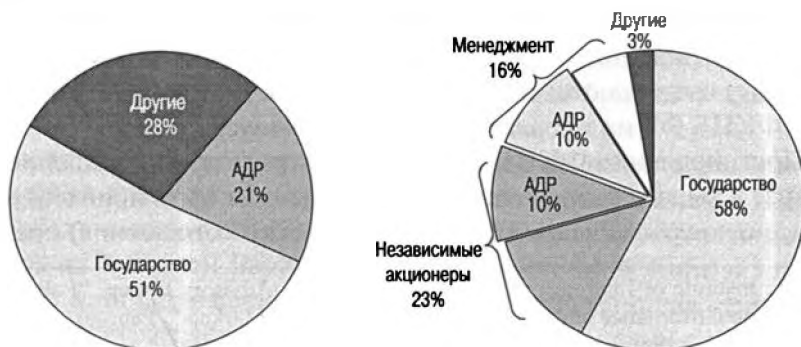
Непредоставление вовремя информации о внеочередном собрании акционеров лишило владельцев АDR возможности проголосовать.



Третий пример иллюстрирует технологию, позволившую менеджменту российской энергетической монополии провести трех своих представителей в совет директоров, несмотря на то, что менеджмент был в конфликте со многими миноритарными акционерами.

Структура акционерного капитала

Результаты голосования



По доверенности от американского банка-депозитария менеджмент получил право голоса в отношении 10 процентов акций компании, предоставленных АДР, которые не приняли участие в голосовании.

Использование механизма передачи права голоса менеджменту в проектах АДР вызывает озабоченность международных финансовых институтов. Руководители инвестиционных фондов, инвестирующие средства в компании с развивающихся рынков, управляющие акциями, оцененными в сумму более 11 млрд. долл., подготовили «Общие направления политики в области корпоративного управления и прозрачности на развивающихся рынках». Они отмечают, что голосование менеджерами по доверенности, полученной от американских банков-депозитариев в проектах АДР, может повлечь серьезные нарушения прав миноритарных акционеров и не должно практиковаться¹².

6. Постановление ФКЦБ РФ № 3 от 13 марта 2001 г. и практика делегирования голосов независимым от исполнительных органов общества лицам: положительный опыт

В марте 2001 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг приняла Постановление № 3, которым было утверждено Положение о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом, и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов (далее – «Постановление ФКЦБ»)¹³. Данное Постановление регулирует выпуск АДР, осуществляемый после 16 апреля 2001 г. В частности в нем предусматривается обязанность российских компаний, на акции которых выпускаются депозитарные расписки, получать разрешение ФКЦБ РФ на проведение проектов выпуска АДР.

Постановление ФКЦБ РФ предусматривает, что решение об отказе в выдаче разрешения ФКЦБ РФ может быть принято, если депозитное соглашение (проект депозитного соглашения) предус-

¹² См.: Institute of International Finance, Inc. Equity Advisory Group, "Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets". February, 2002.

¹³ Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти № 16 (16 апреля 2001 г.), С. 73-76.

матривает «возможность осуществления права голоса по акциям, которые будут обращаться в форме депозитарных ценных бумаг» (АДР), не иначе как в соответствии с указаниями владельцев депозитарных ценных бумаг (АДР) (см. п. 7 Положения ФКЦБ). Следовательно, во всех проектах АДР, осуществляемых российскими компаниями после 16 апреля 2001 г., запрещается передача права голоса по непроголосовавшим АДР по доверенности американским банком-депозитарием органам управления российской компании либо любым иным лицам. Введение данной нормы решает проблему передачи права голоса по АДР представителям менеджмента лишь частично, так как не распространяется на десятки проектов АДР, осуществленных до указанной даты.

Остановимся подробнее на основных правилах Положения ФКЦБ. Согласно п. 1 Положения ФКЦБ оно регулирует порядок допуска к обращению за пределами РФ эмиссионных ценных бумаг иностранного эмитента, выпускаемых и размещаемых в соответствии с нормами иностранного права за пределами РФ и удостоверяющих права в отношении депонируемых на основании депозитного соглашения у этого иностранного эмитента (или его агента) эмиссионных ценных бумаг российского эмитента. В целях данного Положения указанные ценные бумаги иностранного эмитента именуются в дальнейшем депозитарными ценными бумагами.

Под «эмиссионными ценными бумагами иностранного эмитента» («депозитарными ценными бумагами») в Положении понимаются АДР, выпущенные и размещаемые американским банком-депозитарием за рубежом в соответствии с нормами иностранного права (как правило, нормами права штата Нью-Йорк). ФКЦБ РФ избегает замену термина «эмиссионные ценные бумаги иностранного эмитента» («депозитарные ценные бумаги») термином «депозитарные расписки», ввиду того, что, данный термин может включать в себя депозитарные расписки с разными названиями – «американские депозитарные расписки» (размещаются в США), «глобальные депозитарные расписки» (размещаются среди инвесторов из Западной Европы или в Юго-Восточной Азии) и т.д.

Согласно Положению ФКЦБ каждая «депозитарная ценная бумага» удостоверяет права ее владельца в отношении «депонируемых на основании депозитного соглашения» у американского бан-

ка-депозитария (или его агента -российского банка-хранителя) «эмиссионных ценных бумаг» российской компании. Под «эмиссионными ценными бумагами» понимаются акции, представленные АДР.

Следует отметить, что ФКЦБ рассматривает размещение и последующие сделки с АДР, выпущенные на акции российских компаний, как влекущее «обращение российских ценных бумаг (акций) российских эмитентов за пределами Российской Федерации» (п. 1 Положения ФКЦБ). Данный вопрос до принятия Постановления ФКЦБ РФ считался дискуссионным. В частности, отмечалось, что ФКЦБ РФ не вправе регулировать АДР, так как их «обращение» происходит за пределами России и не влечет одновременное обращение акций, им представленных, за рубежом. На практике позиция ФКЦБ означает, что к проектам АДР применяются нормы Федерального закона «О рынке ценных бумаг», так как обращение АДР фактически влечет обращение вне пределов России российских акций.

В соответствии с п. 2 Положения ФКЦБ допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ в форме депозитарных ценных бумаг осуществляется только при наличии разрешения ФКЦБ. Для получения разрешения ФКЦБ заявителями в Федеральную комиссию представляются:

1. Заявление на получение разрешения ФКЦБ, подписанное всеми сторонами, заключившими депозитное соглашение (за исключением владельцев депозитарных ценных бумаг), составленное на русском языке;

2. Заверенная хотя бы одним из заявителей копия депозитного соглашения с банком-депозитарием (проекта депозитного соглашения, если оно еще не заключено на момент подачи заявления), составленное на русском языке.

Заявление на получение разрешения ФКЦБ должно содержать среди прочих сведений данные о виде, категории, типе, количестве и общей номинальной стоимости эмиссионных ценных бумаг, в отношении которых подано заявление, а также и общей номинальной стоимости акций российского эмитента той же категории, в отношении которых подано заявление на получение разрешения ФКЦБ, обращающихся за пределами РФ, в том числе в форме депозитарных ценных бумаг (АДР), на дату подачи заявления. Так-

же в заявлении должны содержаться сведения об общей номинальной стоимости всех акций российского эмитента той же категории, в отношении которых подано заявление на получение разрешения ФКЦБ РФ, обращающихся в Российской Федерации, на дату подачи заявления (п. 4 Положения ФКЦБ).

Зачем ФКЦБ потребовались эти сведения? Во-первых, для того, чтобы Федеральная комиссия могла иметь представление о масштабах проектов АДР, осуществляемых российскими компаниями. До принятия Постановления ФКЦБ РФ в Федеральной комиссии были лишь неполные сведения о количестве обращающихся за рубежом акций российских компаний, представленных АДР. Во-вторых, ФКЦБ РФ согласно п. 7 Положения ФКЦБ вправе регулировать рынок АДР путем установления количества акций, разрешенных к «обращению за пределами Российской Федерации» в рамках проектов АДР. ФКЦБ РФ оставляет за собой право запретить выпуск АДР (отказать в выдаче разрешения), если общая номинальная стоимость акций российского эмитента той же категории, в отношении которых подано заявление на получение разрешения Федеральной комиссии, обращающихся за пределами РФ, в том числе в форме депозитарных ценных бумаг, будет превышать 75 процентов общей номинальной стоимости всех акций этого эмитента соответствующей категории. Тем самым ФКЦБ РФ получает право контроля за обращением акций российских компаний, осуществляющих проекты АДР, и, в частности, правомочно препятствовать перетеканию рынка этих акций за рубеж¹⁴.

В этой связи следует сделать ряд уточнений. Прежде всего, требование к компаниям устанавливать в заявлении совокупную номинальную стоимость и количество акций, подлежащих размещению в процессе выпуска АДР, нереалистично, так как об этом количестве компании не знают заранее. Дело в том, что в проектах АДР количество АДР, подлежащих размещению (и соответственно акций, ими представленных), а также определение начальной стоимости размещаемых АДР осуществляется непосредственно накануне такого размещения¹⁵. Более того, инвесторы, владеющие

¹⁴ Беседа с Председателем ФКЦБ РФ И.В. Костиковым и членом комиссии ФКЦБ РФ Д.А. Глаузовым, июль 2001 г.

¹⁵ См.: Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. М. Статут, 2001 г. С.174-176.

акциями компании, и сама компания могут включить в уже существующий проект дополнительные акции и отдать американскому банку-депозитарию распоряжение выпустить на такое дополнительное количество акций дополнительные АДР в рамках уже существующего проекта АДР.

На практике российские компании указывают в заявлении пакет акций несколько превышающий предполагаемый к размещению, чтобы охватить в заявлении указанные ситуации. Согласно п. 6 Положения ФКЦБ разрешение Федеральной комиссии выдается в отношении указанного в заявлении количества эмиссионных ценных бумаг российского эмитента каждого вида (категории, типа), которые будут обращаться за пределами РФ в форме депозитарных ценных бумаг в соответствии с представленным депозитным соглашением (или его проектом).

Как отмечалось выше, ФКЦБ вправе отказать в выдаче разрешения, если депозитное соглашение (его проект) предусматривает возможность осуществления права голоса по акциям, которые будут обращаться в форме депозитарных ценных бумаг, не иначе как в соответствии с указаниями владельцев депозитарных ценных бумаг. ФКЦБ РФ, таким образом, придерживается позиции, что к голосованию акциями, представленными АДР, применяется российское право, а банки-депозитарии не вправе делегировать право голоса по непроголосовавшим акциям органам управления компанией или другим лицам на основании соответствующего положения депозитного договора. На практике такие акции считаются непроголосовавшими.

Таким образом, в одной компании возможно голосование по непроголосовавшим акциям, представленным АДР, лицами (на практике – представителям менеджмента), получившими такие полномочия от американского банка-депозитария, если проект АДР осуществлен до 16 апреля 2001 г, в то время как такие акции, на которые АДР выпущены в рамках проектов АДР, осуществленных после 16 апреля 2001 г., будут считаться непроголосовавшими.

Следует отметить, что ситуация не столь однозначна в отношении отдельных акционерных обществ. Показательны два примера. Первый – голосование на годовом собрании акционеров РАО «ЕЭС России» в 2001 г. Второй – голосование в группе Объединенные машиностроительные заводы («Уралмаш-Ижора»)

на годовом собрании акционеров 2001-2002 годов. В первом и втором случае речь пойдет о проектах АДР, осуществленных до принятия Положения ФКЦБ. В РАО «ЕЭС России» по настоянию государства как основного акционера и под давлением иностранных акционеров компании, владеющих в совокупности порядка 20 процентами голосующих акций РАО, правление делегировало право голоса по непроголосовавшим АДР, полученное от американского банка-депозитария, представителю государства. В результате менеджеры РАО не переизбирали себя и своих представителей в совет директоров РАО, воспользовавшись непроголосовавшими АДР, как они это делали обычно.

В случае с группой «Уралмаш-Ижора» председатель правления делегировал право голоса по АДР (пакет порядка 20 процентов голосующих акций) независимой организации – «Ассоциации по защите прав инвесторов». В результате голосования Ассоциацией в состав совета директоров группы были избраны в 2001 году два независимых директора, представляющих интересы иностранных инвесторов, а в 2002 году четыре независимых директора (в 2002 году, по сведениям аналитиков, контролирующий акционер проголосовал частью своих акций за этих директоров). Данная инициатива компании была поддержана инвесторами и способствовала улучшению прозрачности группы для зарубежных акционеров и стратегических инвесторов в общество.

Следует отметить, что «Ассоциация по защите прав инвесторов» при принятии решений по вопросам повестки дня общего собрания акционеров группы «Уралмаш-Ижора» руководствовалась специально разработанными Правилами принятия решений на общем собрании акционеров, одобренными ведущими зарубежными экспертами и инвестиционными банками¹⁶. Согласно Правилам голосования Ассоциация публично объявила принципы своего голосования:

- голосование в наилучших интересах акционеров при решении любого вопроса деятельности общества;
- обеспечение равного отношения ко всем акционерам, включая акционеров - владельцев АДР;

¹⁶ См.: Ассоциация по защите прав инвесторов проголосует на годовом собрании Объединенных машиностроительных заводов // Прайм-ТАСС новости. 25.06.2001 г.

- совершенствование механизмов контроля акционеров за деятельностью менеджмента и совета директоров российского эмитента;
- усиление ответственности менеджмента и совета директоров перед обществом;
- повышение роли совета директоров в управлении обществом;
- обеспечение прозрачности деятельности эмитента;
- повышение ликвидности акций общества;
- предотвращение возможных нарушений прав акционеров.

Решение руководства группы «Уралмаш-Ижора» явилось примером поведения компании, стремящейся строить работу на принципах прозрачности и соблюдения интересов всех групп акционеров.

Подводя итог следует отметить, что Положение ФКЦБ не решило всех возникших на практике вопросов, связанных с голосованием АДР. Практика голосования АДР на общих собраниях РАО «ЕЭС России» и группы «Уралмаш-Ижора» – опыт положительный. При этом нет подтверждений тому, что многие компании последуют примеру первопроходцев. Возможность для председателей правления и членов правления (менеджмента) российских компаний избирать себя и своих представителей в советы директоров и влиять на принятие других важных вопросов, выносимых на повестку дня акционеров, путем голосования непроголосовавшими АДР, остается одним из тревожных примеров нарушения прав акционеров, владеющих АДР. Данная «технология управления» позволяет получить значительный контроль в обществе не владея при этом ни одной акцией.