

**Александр Рудяков**  
адвокатское бюро  
"Егоров, Пугинский, Афанасьев  
и партнеры"

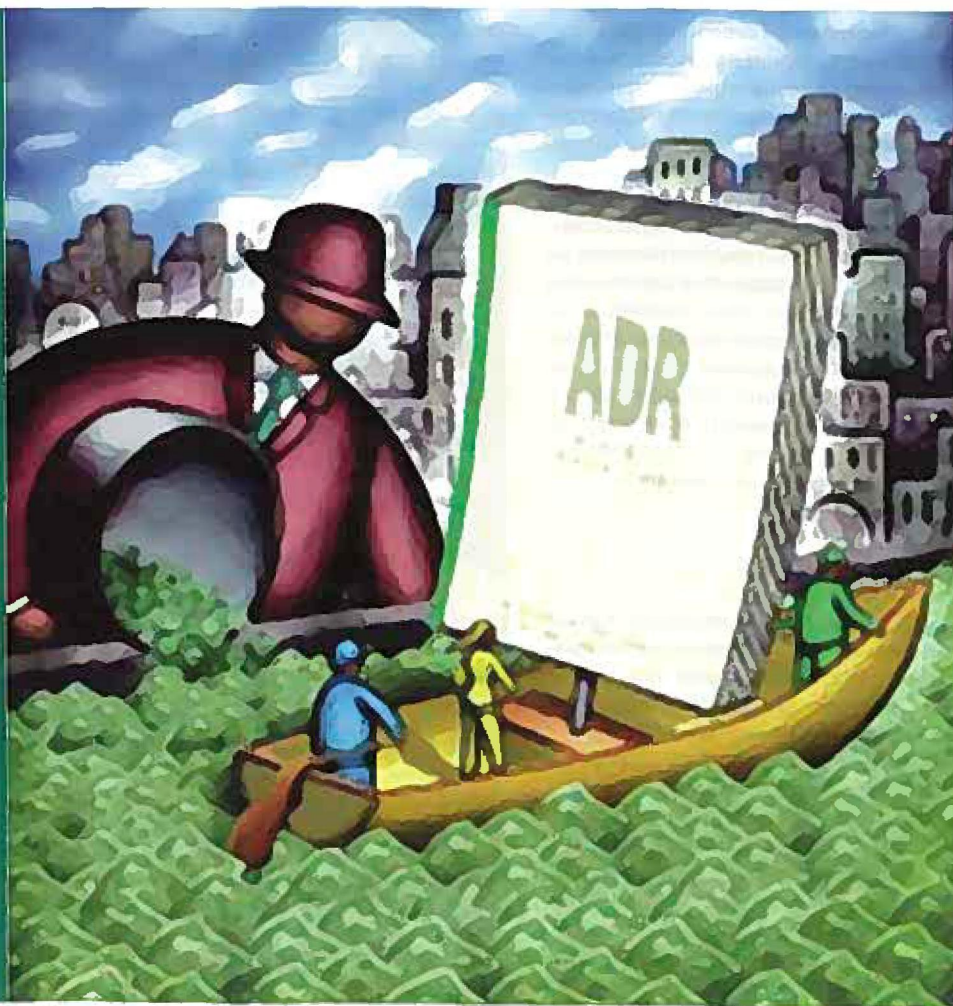
Основная проблема, освещенная в настоящей статье, заключается в следующем: применяется ли правило об обязательном предложении, которое регламентировано ст. 84 прим. 2 Федерального закона № 208-ФЗ "Об акционерных обществах" (далее – *ФЗ об АО*), к институту американских/глобальных депозитарных расписок (далее – *ДР*), т.е. нужно ли учитывать *ДР* при определении 30%-ного (а также 50%, 75%) порога контроля?

Если да, то кто из субъектов этого института – иностранный банк-депозитарий или владелец *ДР* – несет обязанность по направлению обязательного предложения?

## Депозитарные расписки и обязательное предложение

**Н**е так много времени прошло с тех пор, как проекты американских и глобальных депозитарных расписок<sup>1</sup> начали использовать в Российской Федерации для "размещения" акций российских эмитентов на международных биржах с целью увеличения капитализации компаний, а также в иных целях.

Первой российской компанией, вышедшей на международный рынок благодаря проекту американских депозитарных расписок, стала Sun Interbrew, произошло это в декабре 1994 года, чуть позже вышли "ЛУКОЙЛ", "Газпром", "ВымпелКом", "Сургутнефтегаз" и другие крупнейшие российские компании. Однако именно "ВымпелКом" стал первой российской компанией, разместившей американские депозитарные расписки 3-го уровня (наиболее престижного), это произошло в 1996 году<sup>2</sup>.



<sup>1</sup> Согласно письму ФСФР от 29.08.2005 № 05-ВГ-03/13719, американской/глобальной депозитарной распиской является эмиссионная ценная бумага иностранного эмитента, удостоверяющая права на акции российского эмитента.

<sup>2</sup> <http://www.kommersant.ru/doc/231359/print>

**В**есьма спорным стало бы утверждение, что обращение депозитарных расписок приобрело особую популярность у инвесторов или эмитентов российских акций. Тем не менее необходимо отметить, что использование депозитарных расписок становится все более популярным. Безусловно, нельзя сравнивать уровни развития этих институтов в Российской Федерации и, скажем, в США, поскольку там купля-продажа американских депозитарных расписок получила широкое распространение в 30-х годах прошлого века, а в Российской Федерации, как уже упоминалось, по большому счету все только начинается.

В то же время национальное законодательство не стоит на месте. Так, в Российской Федерации уже появились "аналоги" американских и глобальных депозитарных расписок – российские депозитарные расписки, хотя здесь есть свои особенности.

Например, российское законодательство не содержит упоминаний о российских депозитарных акциях, в то время как в США банк-депозитарий эмитирует не только американские депозитарные расписки, но и американские депозитарные акции. Именно последние предоставляют конкретные права их владельцам в отношении акций иностранных эмитентов.

Американская депозитарная расписка, в свою очередь, является сертификатом (в документальной форме), который удостоверяет права ее держателей на определенное количество американских депозитарных акций.

Разница между американской депозитарной распиской и российской депозитарной распиской<sup>3</sup> состоит в том, что, несмотря на наличие в названии последней слова "расписка", она, по сути, таковой не является, так как не является сертификатом, выраженным в документальной форме.

Более того, российская депозитарная расписка напрямую удостоверяет права ее владельца в отношении акций иностранной компании – эмитента, тогда как американский аналог (как уже говорилось выше) удостоверяет права ее владельца в отношении американских депозитарных акций, и только последние – в отношении акций иностранной компании – эмитента.

Таким образом, если в США существ-

ует трехзвенная система – депозитарные расписки – депозитарные акции – иностранные акции, то в России она состоит из двух звеньев: депозитарные расписки – иностранные акции.

Действующая в США система является более удобной, поскольку позволяет существенно ускорить переход права собственности от продавца (владельца) депозитарной расписки к ее покупателю.

Между институтом ДР и российским законодательством возникают различные нестыковки, противоречия. В качестве причин можно назвать относительную новизну указанного института для России и изначальную его чуждость отечественному праву, а также недостаточную разработанность отечественного корпоративного законодательства.

### **Правило об обязательном предложении применяется в отношении института ДР**

Начнем с первого вопроса, вынесенного в лид данной статьи.

На него следует дать утвердительный ответ, т.е. требование о направлении обязательного предложения должно распространяться и на ДР, несмотря на то что прямо это не указано в п. 1 ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО. Не определившись пока с тем, на кого конкретно распространяется данное правило – иностранный банк-депозитарий или владельца ДР, – для целей дальнейшего анализа будем называть его "субъект обязательного предложения".

Почему же автор пришел к столь неочевидному с точки зрения буквального толкования положений ФЗ об АО выводу?

Предположим, что 25%-ный пакет акций российской компании – эмитента реализуется с использованием института ДР. То есть инвестор приобретает не 25% голосующих акций, а соответствующее количество ДР, удостоверяющее права их держателя на 25% голосующих акций. Меняет ли это что-либо в сущности? Например, акции перестают предоставлять право на получение дивидендов или, что более важно, право голоса, и потому мы можем не учитывать эти 25% акций при определении порога контроля?

Нет, фактически меняется только их владелец (при этом не меняясь фор-

мально). Каких-то глобальных корректировок, которые бы позволили нам не учитывать эти акции при определении порога корпоративного контроля, не происходит. Меняется лишь механизм голосования и получения дивидендов конечным бенефициаром – владельцем ДР.

Выпуск ДР не влияет на возможность оказывать влияние (контролировать) на деятельность общества и его органов через голосование по этим акциям, т.е. никаких отличий от обыкновенных акций в части прав их владельцев нет. В то же время сами акции как бы изымаются из оборота и не размещаются на биржах напрямую.

Из смысла п. 1 ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО следует, что правило об обязательном предложении необходимо для защиты прав миноритарных акционеров в случае перераспределения корпоративного контроля. То есть в том случае, если какое-либо лицо приобретает (с учетом его аффилированных лиц) более 30% (50%, 75%) голосующих акций (обыкновенных или ситуативных<sup>4</sup>), соответствующих требованиям этой статьи (далее – Акции), миноритарии, которых не устраивает вновь установленный корпоративный контроль (возможность влияния) указанного лица, смогут выйти из общества посредством продажи своих Акции этому лицу.

Аналогичной цели придерживается и иностранное законодательство, регулирующее обязательные предложения<sup>5</sup>.

В то же время положения ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО не только предоставляют определенную защиту миноритариям, но и создают негативное правовое последствие для приобретателя корпоративного контроля<sup>6</sup>. Таким последствием является обязанность лица, которое приобрело корпоративный контроль, направить предложение остальным акционерам о выкупе их Акции.

**Очевидно, что корпоративный контроль какого-либо субъекта зависит от фактической возможности влиять на принимаемые обществом решения посредством голосования.**

Поскольку Акции, реализованные посредством механизма с использованием ДР, не предоставляют меньше прав, чем обыкновенные акции, их необходимо учитывать во всех случаях в общей совокупности Акции, в том числе и применительно к правилу об обя-

<sup>3</sup> Согласно ст. 2 Федерального закона № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (далее – ФЗ о РЦБ), российской депозитарной распиской является именная эмиссионная ценная бумага. Поскольку законом не установлено иное, такая ценная бумага эмитируется и обращается в бездокументарной форме.

<sup>4</sup> "Ситуативными" голосующими акциями являются привилегированные акции, предоставляющие право голоса в строго определенных обстоятельствах. В данном случае речь идет об ограниченном круге "ситуативных" акций – привилегированных акциях, в отношении которых не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение об их неполной выплате (согласно п.5 ст. 32 ФЗ об АО).

<sup>5</sup> Deborah A. DeMott. Comparative Dimensions of Takeover Regulation, 94-5 (1987).

<sup>6</sup> Административная ответственность лица, которое нарушило требования ФЗ об АО об обязательном предложении, не является предметом исследования настоящей статьи.

зательном предложении, а следовательно, учитывать ДР.

Таким образом, 25%-ный пакет акций российской компании – эмитента, указанный выше, продолжает и должен продолжать учитываться наравне с остальными акциями этой компании, из чего следует, что мы не можем не учитывать его при применении правила об обязательном предложении.

Безусловно, сама норма п. 1 ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО, как и название главы (приобретение более 30% акций акционерного общества), сформулирована не совсем удачно.

В указанной норме, по мнению автора, слишком узко сформулирована гипотеза, а именно – ее направленность только на лиц, которые либо приобрели Акции, либо владеют ими (в том числе совместно с аффилированными лицами). Этот момент при буквальном толковании нормы не позволяет применить ее в случае косвенного владения – с использованием механизма ДР.

Для сравнения, за рубежом, например в Англии, Германии, Франции, Нидерландах, используется другая формулировка – условием включения механизма обязательного предложения является не приобретение Акции, а **приобретение права голоса в определенном процентном содержании**. Такая формулировка позволяет существенно расширить случаи применения правила об обязательном предложении и избежать обхода закона, в связи с чем является более логичной по сравнению с используемой в настоящее время в российском законе.

Неудачная формулировка приводит к следующей проблеме.

Выше уже упоминалось о том, что механизм обязательного предложения служит определенной защитой интересов миноритариев при перераспределении корпоративного контроля.

Когда же контроль меняется:

- при переходе Акции от лица А к лицу Б (ситуация 1)
- либо при переходе права голоса от А к Б (ситуация 2)?

В действительности контроль может меняться как в одной, так и в другой ситуации.

По мнению автора, именно ситуация 2 безусловно свидетельствует о перераспределении корпоративного контроля, поскольку **контроль должен определяться через возможность оказывать влияние на принимаемые в обществе решения, что реализуется благодаря наличию права голоса**.

Переход Акции от одного лица к другому в большинстве случаев (но не всегда) также влечет перераспределение корпоративного контроля. В то же время, если Акции переходят от лица А к лицу Б, но, в силу соглашения между А и Б, Б вправе голосовать только по указаниям А, в этом случае ни о каком перераспределении контроля речи не идет, поскольку А сохраняет свою возможность влияния (сначала в качестве акционера – благодаря наличию права голоса, а впоследствии – благодаря возможности определения порядка голосования стороной Б).

Пункт 1 ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО сформулирован таким образом, что его регулирование не распространяется на ситуацию 2. Это предоставляет возможность недобросовестным лицам обходить (избегать) нормы об обязанности направления остальным акционерам предложения о выкупе Акции, применив схему, когда владелец Акции формально остается неизменным, но меняется фактически.

Несовершенство юридической техники ФЗ об АО, безусловно, не должно представлять возможность для недобросовестных лиц, которые приобретают корпоративный контроль, легальным образом обходить нормы об обязательном предложении, избегая тем самым негативные правовые последствия, предусмотренные ФЗ об АО.

\*\*\*

*Следующим вопросом, который хотелось бы рассмотреть в рамках данной статьи, является вопрос о том, мо-*

*жет ли правило об обязательном предложении распространяться на владельца ДР, несмотря на то что он непосредственно не приобретает Акции, или указанное правило должно распространяться на банк-депозитарий? То есть кто должен учитываться в такой ситуации – номинальный или фактический владелец Акции?*

### **Субъект обязательного предложения: банк-депозитарий или владелец ДР?**

В чьих интересах должны учитываться Акции – банка-депозитария или владельца ДР?

Из ответа на этот вопрос будет следовать ответ на вопрос о том, на кого из этих субъектов распространяется обязанность направления остальным акционерам предложения о выкупе Акции.

Обратимся к истории.

Первый проект ДР появился в США в 1927 году<sup>7</sup> в качестве реакции на запрет британского законодательства регистрировать акции национальных компаний за рубежом (т.е. акции фактически не могли покинуть пределы Великобритании)<sup>8</sup>. Таким образом, первоначально ДР предназначались только для потребностей американских инвесторов<sup>9</sup>.

Посредством ДР их владельцы смогли не только инвестировать в британские ценные бумаги, но и принимать участие в управлении иностранными обществами через банк-депозитарий, который являлся своего рода агентом.

Суть механизма ДР состояла в том, чтобы, с одной стороны, акции не покидали территории Великобритании, но опосредованно (через ДР) могли "обращаться" на американской бирже (New York Curb Exchange), а с другой – реальное участие в обществе, опять же опосредованно, принимало заинтересованное лицо – владелец ДР, находящийся в США и инвестировавший в приобретение британских акций посредством проекта ДР<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> В 1927 году был создан первый проект американских депозитарных расписок, в то время как первый проект глобальных депозитарных расписок был запущен совсем недавно – в 1990 году.

<sup>8</sup> Deutsche Bank: Depository Receipts Handbook, 2003.

<sup>9</sup> Первым банком-депозитарием стал американский банк J.P. Morgan Chase & Co (точнее Morgan Guaranty), а первой компанией эмитентом, на акции которой были выпущены американские депозитарные расписки, – британский ритейлер Selfridges Provincial Stores, Ltd. (см.: [http://www.jpmorgan.com/tss/General/JPMorgan\\_Celebrates\\_80th\\_Anniversary\\_of\\_the\\_ADR/1159308558253](http://www.jpmorgan.com/tss/General/JPMorgan_Celebrates_80th_Anniversary_of_the_ADR/1159308558253)). Кстати, обе эти компании существуют и в настоящее время.

Хотя The Bank of New York пытается оспорить первенство J.P. Morgan в запуске программ АДР, утверждая, что первая программа АДР запущена Irwin Trust Company (поглощена The Bank of New York в 1988 году) в отношении акций компании Antelope Copper Mines (см.: Johnson C.J., McLaughlin J. Corporate finance and the securities laws, 4th ed, 2006).

<sup>10</sup> Еще одним плюсом конструкции ДР, особенно для американских инвесторов, является то, что инвестор экономит на издержках, связанных с конвертацией валют (см.: Deutsche Bank: Depository Receipts Handbook, 2003). Если бы инвестор приобретал акции, допустим, российского эмитента, ему пришлось бы осуществлять данную операцию в рублях. Если же на акции данного эмитента выпущены американские депозитарные расписки, то они обращаются на американской бирже в долларах США, и затрат на конвертацию не будет.

Так же и для российских инвесторов, несмотря на то что им потребуется произвести определенные затраты на конвертацию рублей в доллары США. В силу того, что рубль не является свободно конвертируемой валютой и может быть конвертирован в некоторые валюты (например, индонезийские рупии) только через свободно конвертируемые валюты (для чего существуют кросс-курсы), в том числе через доллар США, то российскому инвестору для приобретения, например, акций индонезийской компании необходимо *de facto* конвертировать валюту дважды: из рубля в доллары, из долларов в индонезийские рупии, а если приобретать ДР, то только один раз – из рублей в доллары США.

Учитывая возможные объемы инвестиций, сумма, которую инвестор потеряет на конвертации валют, может быть очень значительной.

Следовательно, неверно было бы утверждать, что владелец ДР не заинтересован в управлении обществом, а единственная его цель – вложение денежных средств для последующей перепродажи расписок, которые, к слову, свободно обращаются на территории США, точно так же, как и другие ценные бумаги<sup>11</sup>.

Инвесторы, наоборот, заинтересованы в управлении обществом, поскольку принимаемые внутри общества решения влияют на стоимость акций и соответственно депозитарных расписок. Исключением является ситуация, когда инвестор желает получить только дивиденды – в этом случае он приобретает соответствующие ДР (неспонсируемые АДР или спонсируемые АДР 1-го уровня), что является редкостью.

Данная ситуация является самой сложной с точки зрения обязательного предложения, поскольку непонятно, кто должен быть субъектом такого предложения.

Совершенно точно им не должен быть владелец ДР, так как он не имеет возможности давать обязательные указания, касающиеся голосования, а следовательно, влиять на деятельность общества.

На практике депозитарий в этом случае голосует либо по указанию менеджмента компании-эмитента, либо по указанию иного лица<sup>12</sup>, либо самостоятельно.

**В первом случае** субъектом обязательного предложения, по идее, должна стать компания-эмитент, что противоречит здравому смыслу.

**Во втором случае** им должно стать лицо, которое может давать обязательные для депозитария указания в части голосования. Если таким лицом является независимая компания, которая не заинтересована в управлении компанией-эмитентом, то и субъектом обязательного предложения она быть не должна. Если же такое лицо заинтересовано в управлении эмитентом, то, думаю, на такое лицо может быть возложена обязанность реализации обязательного предложения.

**В третьем случае** субъектом механизма обязательного предложения становится банк-депозитарий.

В настоящий момент многие зарубежные компании (в том числе и российские), выходя на американскую фондовую биржу, предпочитают использовать механизм ДР, а не прямое размещение акций.

Причина заключается еще и в том, что выпуск и размещение акций на американской бирже – очень дорогостоящая и сложная процедура. Выпуск акций, осуществляемый для обращения на американской бирже, должен полностью соответствовать требованиям Securities Act 1933 и Securities and Exchange Act 1934. С выпуском и размещением ДР все проще (за исключением АДР 3-го уровня).

Итак, после выпуска ДР банк-эмитент (депозитарий) получает Акции<sup>13</sup>, а банк-кастодиан<sup>14</sup> обычно учитывается в реестре акционеров в качестве номинального держателя. Несмотря на то что депозитарий имеет право голоса и получения дивидендов наравне с остальными акционерами, делает он это, как правило, в интересах и по указанию владельца ДР.

Такие обязательства депозитария в отношении владельца ДР возникают не в соответствии с ФЗ об АО или каким-либо иным нормативным актом, а в соответствии с соглашением о запуске проекта ДР (хотя обязательность включения такого условия в договор предусмотрена ст. 16 ФЗ о РЦБ).

Исходя из этого соглашения, депозитарий обязуется голосовать на общем собрании акционеров эмитента только в соответствии с указаниями владельцев ДР, а также получать дивиденды и передавать их в течение определенного срока владельцам ДР. Кроме того, владельцы ДР вправе в любое время потребовать у депозитария обмена ДР на соответствующие этим ДР акции.

По сути, депозитарную расписку можно представить как ценную бумагу, удостоверяющую (через депозитарную акцию) права требования на акции эмитента. Однако до момента реализации такого права требования (с этого момента он становится обычным акционером) владельцу ДР предоставляются права, доступные акционерам, – право голоса и получения дивидендов – по-

средством их осуществления через депозитарий.

Таким образом, фактическим акционером, или акционером с экономической точки зрения, является владелец ДР, а не депозитарий.

Абзац 5 п. 2.12 постановления ФКЦБ РФ от 31.05.2002 № 17/пс, согласно которому голосование по депозитарным распискам должно осуществляться только в соответствии с указаниями владельцев депозитарных расписок, косвенно указывает на лицо, которое, по сути, и принимает решения при голосовании акциями, права в отношении которых удостоверяются ДР (тем самым оказывая влияние на принимаемые в обществе решения).

Таким лицом является владелец ДР. Кроме того, согласно ч. 9 ст. 16 ФЗ о РЦБ, размещение в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов (т.е. размещение ДР), допускается только при наличии разрешения ФСФР.

Указанные разрешения выдаются при соблюдении ряда условий, в том числе если в соответствии с договором, на основании которого организовано размещение ДР, право голоса по акциям осуществляется только в соответствии с указаниями владельцев ДР.

**С одной стороны**, именно владелец ДР определяет порядок голосования депозитарием, т.е. именно он может влиять на принимаемые обществом решения, хотя и опосредованно – через депозитарий, что, однако, сути не меняет – *из смысла п. 1 ст. 84 прим. 2 следует, что именно владелец ДР должен быть субъектом обязательного предложения.*

Аналогичной позиции придерживаются в Индии, где правило об обязательном предложении распространяется на владельцев ДР<sup>15</sup>.

Стоит отметить, что до недавнего времени Индия занимала противоположную позицию по этому вопросу, согласно которой правило об обязательном предложении не распространялось на владельцев ДР до тех пор, пока

<sup>11</sup> Velli J. American Depositary Receipts: An Overview. 17 Fordham Int. L. J. 38, 39 (1993-1994).

<sup>12</sup> Чаще всего – независимой службы по вопросам голосования, например Glass, Lewis & Co или ISS.

<sup>13</sup> Вопрос о том, становится ли банк-депозитарий владельцем Акции согласно российскому праву, является дискуссионным. Одни авторы считают, что владельцем Акции становится банк-депозитарий, другие – владельцы ДР.

С позицией последних не могу согласиться в силу того, что владельцы ДР приобретают не сами Акции, а ДР, удостоверяющие права на них. Да, ДР могут быть обменяны на соответствующие Акции, и только в этом случае владелец ДР станет владельцем Акции (и перестанет быть владельцем ДР). Мнение о том, что банк-депозитарий является владельцем Акции, также не бесспорно. Но здесь по крайней мере имеется титул – Акции переходят во владение банку-депозитарию в обмен на депозитарные расписки, выпущенные им.

<sup>14</sup> Банк, находящийся, как правило, в стране эмитента. В отношениях с банком-кастодианом банк-депозитарий выступает депонентом.

<sup>15</sup> Reg. 14 Securities and Exchange Board of India (Substantial Acquisitions of Shares and Takeovers) Regulations; <http://www.modernghana.com/news/240683/1/bharti-shares-skid-as-uncertainty-plagues-mtn-deal.html>



ДР не будут обменены на соответствующие акции<sup>16</sup>.

В 2009 году были внесены изменения, согласно которым правило об обязательном предложении распространяется на владельцев ДР и в том случае, если они приобретают право голоса в любой форме по соответствующим акциям<sup>17</sup>.

Правило об обязательном предложении распространяется на владельцев ДР в Польше<sup>18</sup> и в Нидерландах<sup>19</sup>.

Необходимо еще раз обратить внимание на то, что владельцы ДР не всегда должны считаться субъектами обязательного предложения. Дело в том, что на практике в зарубежных странах встречаются ситуации, когда владелец ДР не заинтересован в управлении обществом, а потому депозитарным договором ему предоставляется только право на получение дивидендов через депозитарий, но не право дачи обязательных для депозитария указаний о варианте голосования.

Поскольку влиять на принимаемые депозитарием решения по вопросам голосования владелец ДР в данном случае не может (а значит, и не может определять принимаемые обществом решения, т.е. у него отсутствует возможность корпоративного контроля), то и субъектом обязательного предложения признавать его было бы несправедливо.

*С другой стороны, de jure, депозитарий является владельцем Акций, именно он реализует право голоса по ним, именно ему перечисляется дивиденды.*

Да, голосовать депозитарий, как правило, должен только в соответствии с указаниями владельцев ДР и им же передавать дивиденды. Однако указанные обязательства возникают не из самой сути участия депозитария как акционера в обществе-эмитенте и не потому, что он приобрел какие-то особые Акции с ограниченными правами их владельцев, а в силу заключения договора о запуске проекта ДР (депозитарного соглашения), налагающего определенные обязательства на депозитарий.

Законодательство РФ не содержит положений, устанавливающих особенности статуса депозитария по сравнению с обычными акционерами. В настоящий момент оно также не содержит ни обязательств голосовать определенным владельцем ДР образом (за исключением вышеуказанных случаев, которые лишь косвенно можно сюда отнести)<sup>20</sup>, ни передавать последнему дивиденды, что подтверждает утверждение о том, что юридически именно депозитарий является владельцем Акций. Стоит отметить, что ни постановление ФКЦБ РФ от 31.05.2002 № 17/пс, ни проект приказа

ФСФР, утверждающего положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания (которое, возможно, станет заменой постановления ФКЦБ РФ 17/пс), ни какие-либо иные нормативные акты не устанавливают последствий нарушения депозитарием правил голосования, т.е. голосования депозитарием по своему усмотрению без учета указаний владельцев ДР или в нарушение таких указаний.

Поэтому оспорить результаты общего собрания акционеров или признать голосование депозитария недействительным на том основании, что тот голосовал недолжным образом, вряд ли удастся, по крайней мере сейчас, в отсутствие должного законодательного регулирования ДР.

Единственным последствием подобного поведения депозитария станет привлечение его к ответственности в соответствии с соглашением о запуске проекта ДР. В случае голосования недолжным образом депозитарий нарушит обязательство, вытекающее из договора, – в результате чего будет привлечен к ответственности в рамках договорного правоотношения, если она предусмотрена вышеуказанным соглашением.

<sup>16</sup> <http://www.sebi.gov.in/informalguide/bharatiinformal.pdf>; <http://indiacorplaw.blogspot.com/2009/07/depository-receipts-and-takeover.html>

<sup>17</sup> Sub-reg. (2) reg. 3 Securities and Exchange Board of India (Substantial Acquisitions of Shares and Takeovers) Regulations.

<sup>18</sup> Waddell C. *The foreign investment regime/Doing Business with Poland*, 50 (2005).

<sup>19</sup> Sec. 5:70 of the Act on Financial Supervision dated October 12, 2006.

<sup>20</sup> В скором времени вступят в силу изменения в ФЗ о РЦБ.

Так, согласно п. 7 ст. 8 прим. 4 ФЗ о РЦБ в ред. Федерального закона от 07.12.2011 № 415-ФЗ "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "О центральном депозитарии" (далее – ФЗ № 415), депозитарий сможет осуществлять право на участие в общем собрании акционеров только по тем Акциям, по которым владельцы ДР дали свои указания голосовать определенным образом, а также при условии, что информация о таких владельцах ДР предоставлена эмитенту. Следовательно, положения постановления ФКЦБ РФ от 31.05.2002 № 17/пс будут имплементированы в ФЗ о РЦБ. Подобные действия законодателя заслуживают полного одобрения.



Этот момент несколько расшатывает возможности влияния владельцев ДР на принимаемые обществом решения. Однако считаю необходимым отметить, что голосование депозитария вопреки воле владельца ДР (т.е. в нарушение существующего обязательства) практически исключено в силу:

- а) огромных сумм неустоек, которые депозитарий должен будет выплатить, и
- б) утраты депозитарием доверия со стороны потребителей, а также ухудшения его деловой репутации.

Поэтому вариант развития событий, при котором депозитарий станет голосовать недолжным образом (в нарушение указаний владельца ДР), практически исключен.

Некоторые юрисдикции, в частности Нидерланды, законодательно нивелируют данный недостаток.

Так, согласно Гражданскому кодексу Нидерландов<sup>21</sup>, владелец депозитарных расписок вправе потребовать у депозитария выдачи ему доверенности на участие в общем собрании акционеров эмитента с правом голоса. То есть он сможет сам прийти на общее собрание акционеров эмитента и проголосовать так, как захочет.

Эта возможность гарантирует владельцу депозитарных расписок, что его мнение будет учтено именно так, как ему необходимо, исключая тем самым нарушение его интересов депозитарием (путем голосования депозитарием недолжным образом).

Несмотря на то что такое право предоставляется не во всех случаях (только в публичных компаниях, выпуск депозитарных расписок должен быть осуществлен при содействии компании-эмитента) и, кроме того, депозитарий вправе отказать в выдаче доверенности при наличии определенных условий, по мнению автора, подобное регулирование является не только прогрессивным, но свидетельствующим о практически равном статусе владельца депозитарных расписок и акционера.

Законодательство США также не содержит ограничений прав депозитария, поскольку на практике все обязательства депозитария по отношению к владельцу ДР установлены соглашением о запуске проекта ДР.

Ввиду того, что использование меха-

низма ДР пришло к нам из США (а вместе с ним пришло и соответствующее нормативное регулирование данного института), в настоящий момент в законодательстве РФ отсутствует указание на обязанность депозитария голосовать только в соответствии с указаниями владельцев ДР, а также последствия нарушения данной обязанности (о чем упоминалось выше).

Взяв аналогичное регулирование ДР из США, законодатель не учел некоторых российских особенностей.

Так, например, в РФ отсутствует возможность установления неснижаемой неустойки, которая бы обеспечивала интересы владельцев ДР таким образом, что депозитарий никогда бы не стал голосовать в противовес указаниям владельцев ДР. Снижение неустойки по усмотрению суда не только возможно, но и происходит в РФ благодаря положениям ст. 333 Гражданского кодекса РФ.

Необходимо отметить, что депозитарий сам по себе, как правило, не заинтересован в управлении акционерным обществом. Несмотря на то что именно депозитарий осуществляет право голоса, делает он это, в свою очередь, на основании указаний владельца ДР. Действительно же заинтересованным и реально влияющим на принимаемые обществом-эмитентом решения является владелец ДР.

Поправки, которые вступят в силу в скором времени, также свидетельствуют о том, что депозитарий не рассматривается в качестве реального владельца Акций<sup>22</sup>.

Таким образом, если депозитарное соглашение не предусматривает, что депозитарий голосует без учета указаний владельцев ДР или третьих лиц, он не должен быть субъектом обязательного предложения.

## Заключение

В заключение можно сделать вывод, что проблема применения правила об обязательном предложении к ДР не решена в настоящий момент в Российской Федерации.

Ни судебно-арбитражная практика, ни позиция ФСФР по этому вопросу не сформированы.

По мнению автора, требование о направлении обязательного предложения должно распространяться не только на Акции, но и на ДР, а субъек-

том данного требования является лицо, заинтересованное в управлении обществом, которое фактически, а не формально имеет возможности управления. Таким лицом выступает владелец ДР, если он вправе давать обязательные указания депозитарию относительно варианта голосования.

Хочется надеяться, что в ближайшее время данная проблема не только заинтересует компетентные органы, и прежде всего ФСФР, но и будет должным образом решена. Пока же никаких изменений нормативного регулирования (в том числе и указанного выше постановления ФКЦБ РФ от 31.05.2002 № 17/пс), затрагивающего рассматриваемый аспект, к сожалению, не предвидится. Это не может не вызывать сожаления, поскольку права и интересы миноритарных акционеров остаются в этом случае без защиты.

Однако имеются все основания полагать, что данный вопрос все же будет урегулирован, поскольку отечественный законодатель все чаще обращает свое внимание на институт ДР. Помимо уже указанных изменений в ФЗ о РЦБ предполагаются и иные изменения.

Так, ст. 43 ФЗ об АО будет дополнена п. 5<sup>23</sup>, согласно которому эмитент не сможет выплатить дивиденды по акциям, на которые выпущены ДР, если информация о владельцах ДР ему не представлена. При этом установлен пресекательный срок в один месяц, после истечения которого обязанность эмитента по выплате таких дивидендов прекращается.

Кроме того, в ближайшее время будет создан специальный счет депо депозитарных программ для учета акций российских эмитентов, права на которые удостоверяются выпущенными ДР<sup>24</sup>.

Наконец, эмитент будет обязан составлять список владельцев ДР не реже одного раза в квартал, который может быть представлен им по требованию суда, арбитражного суда, ФСФР и иных субъектов<sup>25</sup>.

Если законодатель продолжит свою деятельность в том же ключе, то в скором времени мы увидим изменения в ст. 84 прим. 2 ФЗ об АО, которые должным образом решат вопрос о распространении правила об обязательном предложении на депозитарные расписки, а также о надлежащем субъекте обязательного предложения применительно к институту ДР.



<sup>21</sup> Dutch Civil Code. Book 2: Legal Persons.

<sup>22</sup> В частности, согласно п. 5 ст. 8 прим. 4 ФЗ о РЦБ в ред. ФЗ № 415, на Акции, размещенные депозитарием на специальном счете депо, не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

<sup>23</sup> В соответствии со ст. 1 ФЗ № 415.

<sup>24</sup> Согласно п. 4 ст. 8 прим. 4 ФЗ о РЦБ в ред. ст. 2 ФЗ № 415.

<sup>25</sup> Исходя из п.п. 13, 14 ст. 8 прим. 4 ФЗ о РЦБ в ред. ст. 2 ФЗ № 415.