

К. Ю. Ратников

*АМЕРИКАНСКИЕ
И ГЛОБАЛЬНЫЕ
ДЕПОЗИТАРНЫЕ
РАСПИСКИ: ТЕОРИЯ
И ПРАКТИКА ЛИСТИНГА
РОССИЙСКИХ АКЦИЙ
НА ЗАРУБЕЖНЫХ БИРЖАХ*

Кирилл Юрьевич Ратников
Американские и глобальные
депозитарные расписки:
теория и практика
листинга российских акций
на зарубежных биржах

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=12845850
ISBN 9785447433796

Аннотация

Книга представляет интерес для эмитентов, планирующих размещение ценных бумаг на зарубежных биржах, сотрудников профессиональных участников рынка ценных бумаг, представителей органов власти, юристов и специалистов в области международных финансов. В книге дан подробный анализ реализованных проектов АДР и практических проблем, возникающих на рынках США, Великобритании, Европы и Юго-Восточной Азии. Подробно рассмотрены возможности выпуска АДР в процессе приватизации российских эмитентов.

Содержание

Предисловие	6
Предисловие к первому изданию	9
Введение	12
Глава 1. Правовое регулирование проектов выпуска АДР в праве США, типы проектов АДР и особенности регистрации эмиссии АДР и раскрытия корпоративной информации	21
1. Использование американских депозитарных акций для привлечения иностранных инвестиций в российскую промышленность	21
Юридическое определение «американской депозитарной акции» и «американской депозитарной расписки»: общий обзор	21
Путаница в терминологии: разграничение АДА и АДР	28
Привлекательность АДА для российских компании и банков	29
Покупка АДА вместо портфельных инвестиций в России – снижение затрат и риска зарубежных инвесторов	31
2. Законодательство о ценных бумагах США и Акты Комиссии	35
Источники права США о ценных бумагах	35

Закон 1933 г.: общий обзор и судебная практика	37
Закон 1934 г.: общий обзор и судебная практика	47
Законы 1933 и 1934 г.: споры с участием владельцев АДА и ГДА	59
Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам	67
Законы «голубого неба»	74
Конец ознакомительного фрагмента.	76

**Американские
и глобальные
депозитарные расписки:
теория и практика
листинга российских акций
на зарубежных биржах
Кирилл Юрьевич Ратников**

*Моим родителям Александре и Юрию
Ратниковым посвящается*

© Кирилл Юрьевич Ратников, 2015

Создано в интеллектуальной издательской системе Ridero

Предисловие

Вы держите в руках книгу, которая интересна не только профессиональным участникам рынка ценных бумаг, но и широкому кругу профессионалов – преподавателям экономических дисциплин, ученым-экономистам, менеджерам и конечно же государственным управленцам.

Международное размещение ценных бумаг с помощью современных инструментов является ключевой проблемой инвестиционной политики в условиях глобализации. Вот почему вопросы выпуска, размещения, конвертации и погашения АДР, раскрытые в книге, представляет интерес, как методология работы на современном рынке ценных бумаг. Кроме того, в соответствии с Федеральным законом №178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21 декабря 2001 года, выпуск АДР является самостоятельным способом приватизации (статьи 21,22). Тем самым знания в области теории и практики выпуска АДР крайне полезны для руководящих работников федеральных и региональных органов власти, отвечающих за управление государственной собственностью.

Особо ценным в книге мне представляется личный опыт автора и его беспристрастный характер изложения материалов на основе фактической практики работы зарубежных компаний в Великобритании, Бразилии, Бельгии, Канаде,

Португалии, Турции, Таиланде, Испании, Польше и других странах. Такая мозаика зарубежного опыта дает объективное представление об эффективности использования АДР в инвестиционной политике в условиях приватизации. Российская практика осуществления приватизации с использованием АДР анализируется на примере успешного пилотного размещения депозитарных расписок на акции ОАО НК Лукойл на Лондонской фондовой бирже.

Все эти практики с большой глубиной, раскрытые автором, становятся прикладным учебным пособием для собственников и топ менеджеров российских предприятий, которые планируют вывод своих компаний на мировой финансовый рынок. И здесь важны рекомендации КЮ. Ратникова, как ученого-практика, которые основываются на его глубокой юридической и управленческой практике, и по сути являются путеводителем для профессионального осмысления работы со сложными финансовыми инструментами.

Крайне важным мне представляется раздел, где автор описывает поведение участников рынка во время кризиса при работе с АДР, возникающие риски и пути и механизмы их решения в сложных условиях современной экономики России. Для меня эта работа также ценна описанием исторической ретроспективы создания АДР, которые являются наглядным примером эффективной политики США в области достижения системообразующих геополитических целей, как финансового и инвестиционного мирового центра.

Прагматизм, прозрачность построения системы АДР является хорошим примером для России в построении финансовых инструментов международного влияния. И здесь мы понимаем не повторение и копирование существующих финансовых моделей, а логику и механизмы их построения и внедрения в мировую экономическую практику. Современная Россия, неминуемо сталкиваясь с новыми вызовами, вынуждена интегрировать лучший мировой опыт, и должна научиться смело генерировать новые идеи и практики на мировом экономическом пространстве, объединяя таким образом вокруг себя старых и новых стран-союзников.

Книга К. Ю. Ратникова дает почву для размышлений отнюдь не на политические темы, а напротив настраивает камертон мысли предельно четко на прикладные направления построения нового экономического порядка, базирующегося на логике, прагматизме и конечно же конкурентоспособности и прозрачности, что особенно ценится в сегодняшнем беспристрастном глобальном мировом финансовом рынке.

И. В. Добросоцкий

Заведующий кафедры государственного управления и права

д.э.н.,

профессор МГИМО

Предисловие к первому изданию

Выпуск депозитарных расписок на сегодняшний день является основным способом выхода российских эмитентов на фондовые рынки США и стран Западной Европы. Более пятидесяти российских компаний выпустили депозитарные расписки на свои акции и привлекли значительные портфельные инвестиции за рубежом. Можно с уверенностью говорить, что в результате этого процесса Россия стала частью международного фондового рынка.

Депозитарные расписки долгое время оставались малоизученной областью, освоенной немногими профессионалами в области банковского и финансового права, а публикации на тему зарубежных размещений российских ценных бумаг ограничивались статьями общего характера в узкоспециализированных изданиях. Книга Ратникова К. Ю. является одним из редких примеров компетентного анализа проектов выпуска депозитарных расписок как способа привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику и на сегодняшний день представляет собой пример объемного и всестороннего обзора проектов АДР российских компаний и банков.

Данную книгу можно рассматривать как пособие для тех, кто хочет шаг за шагом пройти по пути, пройденному российскими компаниями, разместившими свои ценные бумаги

на международном фондовом рынке. В настоящем исследовании впервые в российской юридической литературе дается подробный анализ права о ценных бумагах США, сравниваются понятия ценной бумаги в праве США и России, анализируется правовая природа депозитарных расписок. Также впервые дается обзор зарубежных проспектов эмиссии, депозитных соглашений и соглашений с андеррайтерами, осуществляющими размещение ценных бумаг среди инвесторов, анализируются структура и особенности выпуска и размещения ценных бумаг за рубежом. Достоинством настоящего исследования является то, что автор не просто излагает нормативный материал и содержание научных публикаций, но и логически систематизирует их для достижения определенных выводов и заключений, на основе которых можно было бы разрабатывать рекомендации по преодолению проблем, возникающих на практике.

На примере приватизации в Великобритании, Испании, Бельгии, Франции, Португалии, Таиланде и других странах автор показывает, как государства используют депозитарные расписки для приватизации промышленности. Основываясь на опыте зарубежных стран, в настоящей книге автор предлагает новую модель приватизации российских предприятий с помощью депозитарных расписок. Модель приватизации с помощью АДР, разработанная автором, безусловно, представляет большой теоретический и практический интерес для органов власти и государственных ведомств, отвеча-

ющих за управление государственной собственностью.

В книге даются ценные рекомендации и варианты решения указанных проблем. Автор подкрепляет свои выводы примерами из практики и глубоким анализом юридической теории, находящейся на стыке двух правовых систем – англосаксонского (прецедентного) права и романо-германской (континентальной) правовой системы, к которой относится Россия. Предложения автора с интересом восприняты Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и, безусловно, окажут большую помощь в проработке возникающих на практике вопросов, связанных с выпусками депозитарных расписок на акции российских эмитентов.

Данная книга могла бы быть в высокой степени интересна как профессиональным юристам, так и экономистам, и аналитикам, занимающимся проблемами привлечения иностранных инвестиций и вопросами «корпоративного управления» на практике и в теории. Данная книга является прекрасным практическим пособием для людей, находящихся в процессе постижения правовой и экономической науки и стремящимся наиболее полно овладеть фактическим и теоретическим материалом, касающимся права о ценных бумагах США и России.

Дмитрий Глазунов

Член комиссии ФКЦБ РФ

2001 г.

Введение

Формирование международного фондового рынка. Феноменом последних тридцати лет стало формирование международного фондового рынка, явившееся следствием глобализации (интернационализации) мировой экономики. Процесс глобализации представляет собой разрушение административных барьеров между странами, планетарное объединение региональных финансовых рынков, приобретение финансовыми потоками, конкуренцией, информацией и технологиями всеобщего, мирового характера. Важнейшей чертой глобализации является формирование единого в масштабах всего мира не просто финансового и информационного рынка, но финансово-информационного пространства, в котором все в большей степени осуществляется не только коммерческая, но и вся деятельность человечества как таковая¹.

Глобализация экономики и рынка ценных бумаг – это создание государствами благоприятных условий для инвестирования, чтобы прежде всего обеспечить возможность эффективного и быстрого перехода имущественных прав и эффективную защиту прав инвесторов. Некоторые объекты гражданского оборота, такие как ценные бумаги компаний,

¹ См.: Практика глобализации: игры и правила новой эпохи. Под ред. Делягина М. Г. М: Инфра-М. 2000.

по своей природе являются основой для перемещения капитала между странами. Таким образом глобализация сближает в этих областях экономические структуры и правовые системы².

В течение 70-х г. практически полная отмена ограничений на перемещение капитала в развитых странах привела к тому, что рынок ценных бумаг стал в полном смысле слова международным. Процесс глобализации заметно ускорился в 80-е г. В течение 10 лет доля международных операций с ценными бумагами в валовом национальном продукте (ВВП) увеличилась с 9 до 93% в США, с 8 до 58% в Германии и с 7 до 119% в Японии. В 1993 г. объем междустранового перемещения капитала, связанного с покупкой акций, достиг 188 млрд. долл. США, из которых 61 млрд. долл., пришелся на рынок стран Восточной Европы и Юго-Восточной Азии³.

Многие страны Западной Европы, Северной Америки и Азиатско-Тихоокеанского бассейна откликнулись на формирование международного фондового рынка внесением из-

² По вопросу глобализации мировых рынков см.: Waverman L. Corporate Globalization through Mergers and Acquisitions. Calgary.: University of Calgary Press. 1991; SEC, Staff Report on Internationalization of the Securities Markets, 1987; Trebilock M J., Howse R. The Regulation of International Trade. London: Routledge. 1995.

³ См.: Рубцов Б. Б Зарубежные фондовые рынки. М.: Инфра-М, 1996, С. 14—15 и Материалы Мирового банка (Baring Securities: Cross-Border Analysis (1983—1993)).

менений в свои национальные законодательства о ценных бумагах и приватизации. Так наблюдается сближение и унификация права ценных бумаг стран Европейского Союза. Идет процесс объединения фондовых рынков США и Канады путем создания единой системы раскрытия информации и упрощения процедур включения ценных бумаг в биржевой листинг⁴.

Россия и международный фондовый рынок: необходимость реформы отечественного законодательства. Россия, как и другие страны мира, постепенно становится частью глобального рынка капитала. Подтверждением тому служат эмиссии ценных бумаг крупных отечественных компаний и банков за рубежом, значительное участие иностранного капитала на российском внутреннем фондовом рынке,

⁴ См.: Сакс Джеффри, Ларрен Б. Филиппе Макроэкономика: глобальный подход. М.: Дело. 1996; Лукашук И. И. Глобализация, государство, право, XXI век. М.: Спарк. 2000; Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: тенденции развития и инструменты. М.: Экзамен. 2000; Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика 2000; Sachs Jeffery D. Globalization and the Rule of Law. Yale Law School Occasional Papers, Second Series, Number 4, New Haven 1999. P. 3—5. О глобализации рынка ценных бумаг см.: Securities and Exchange Commission Release No. 33—6841 (July 24, 1989); Multijurisdictional Disclosure System (Outline) 12 O. S. C. B. 2919 (July 28, 1989); SEC Release No. 33—6493 (October 6, 1983) National Policy Statement No. 45 – MJDS, 14 OSC bull. 2889 (June 28, 1991). Об унификации правил торговли ценными бумагами и листинга в странах ЕС см.: Admissions Directive of 1979 (Directive 79/279), Listing Particulars Directive of 1980 (Directive 80/390) и Prospectus Directive of 1989 (Directive 89/298).

а также выпуск федеральных еврооблигаций в рамках реструктуризации внешнего государственного долга и корпоративных долговых ценных бумаг за рубежом⁵.

В сложившейся ситуации особое значение для России приобретает грамотная адаптация отечественного права о ценных бумагах под мировые стандарты, что поможет созданию более благоприятного инвестиционного климата и постепенной интеграции России в мировой рынок капитала. Реформа права, включая продуманную рецепцию отдельных зарубежных институтов и норм, требует подробного изучения зарубежного законодательства и обычаев, регулирующих международные эмиссии ценных бумаг, а также иностранной правоприменительной практики⁶.

По оценке экспертов Европейского банка реконструкции и развития, изучавших российскую правовую практику, по качеству «экономического законодательства» Российская Федерация занимает четвертое место среди стран Восточной Европы и республик бывшего СССР, а по исполнению законодательства находится на 24-м, то есть предпоследнем. Таким образом, реформа законодательства не принесет должного эффекта в отсутствие контроля со стороны государства за исполнением инвестиционного законодательства, а также

⁵ Доклад Института международных финансов (ИФ) при МВФ «Потоки капиталов в странах с развивающимися рынками», весна, 2000 г. С. 18, 78 -84. 95.

⁶ Мамутов В. К. Сближение современных систем правового регулирования хозяйственной деятельности // Хозяйство и право. 1999. №1. С. 18—24.

без создания независимой и беспристрастной судебной юстиции для реализации закрепленных в законах правил.⁷

Американские депозитарные акции как способ привлечения иностранного капитала российскими компаниями и их приватизации государством. «Инвестиции можно получить там, где находятся реальные деньги»⁸. Опыт России показывает, что российским компаниям привлечь инвестиции на внутреннем рынке зачастую не представляется возможным. А если и возможно, то нередко себестоимость обслуживания долга для должника высока настолько, что делает привлечение денежных средств невыгодным либо обременительным для бизнеса. Такое положение объясняется во многом отсутствием стабильной банковской системы, нацеленной на долгосрочное кредитование, а также местных долгосрочных инвесторов, обладающих значительными финансовыми возможностями⁹. Выход из сложившейся ситуации – обратиться к зарубежным источникам финансирования.

У крупных и средних российских компаний есть несколько

⁷ Legal Determinants of External Finance // The Journal of Finance Vol. LII No. 3. July 1997.

⁸ Garner Daniel R» Owen Robert R. & Conway Robert P. The Ernst & Young Guide to Raising Capital. Ernst & Young. John Wiley & Sons, Inc. 1991, P. 25.

⁹ См. напр.: *Мурычев Александр* Привлечение капитала в отечественное производство. // Журнал для акционеров. 2000. №4. С. 30—33; *Матовников Михаил* Золотник мал, потому и дорог. // Специальное обозрение Российские банки, Эксперт. 12 июня 2000. №22. С. 61—63.

ко способов получить инвестиции за рубежом: 1) привлечь кредиты и займы от иностранных банков и компаний (во втором случае, как правило, для реализации совместных проектов); 2) российская компания может выпустить за границей свои долговые ценные бумаги (еврооблигации, среднесрочные облигации и евровекселя); 3) привлечь инвесторов, продав им свои акции (реже – облигации), представленные в форме Американских депозитарных акций (далее АДА) в США либо Глобальных депозитарных акций в Западной Европе и Юго-Восточной Азии¹⁰. Последнему способу посвящена данная работа.

Третий – доходы от приватизации российских компаний. Одним из механизмов приватизации предприятий отраслей российской экономики, пользующихся повышенным спросом у иностранных инвесторов, может быть осуществление продажи акций в рамках проектов АДА.

Данный инструмент активно использовался для приватизации многими странами. Практически все крупные пред-

¹⁰ Термин Глобальные депозитарные акции (Global Depositary Shares) является переводом названия указанных ценных бумаг с английского языка и широко используется на практике российскими профессиональными участниками фондового рынка и инвесторами. С точки зрения чистоты русского языка было бы правильнее назвать эти ценные бумаги «Международными депозитарными акциями», т. к. сделки с ними совершаются на фондовом рынке стран Западной Европы и Юго-Восточной Азии, в то время как рынок Американских депозитарных акций ограничивается Соединенными Штатами. В данной работе будет использоваться термин «Глобальные депозитарные акции», т. к. к нему уже привыкли на российском фондовом рынке. Подробнее см. Главу 2.

приятия и государственные банки Польши, Чешской республики и других государств Восточной Европы были приватизированы с использованием АДА (либо такая возможность рассматривалась). С помощью АДА были приватизированы британская энергетическая отрасль (было привлечено более 22 млрд. долл. США портфельных инвестиций) и крупнейшая французская нефтяная компания «Тоталь». Таким образом, АДА позволили указанным государствам привлечь в бюджет финансовые ресурсы, которые нельзя было получить на внутреннем рынке капитала. При этом планы выпуска и размещения таких АДА обеспечивали в ряде случаев получение работниками приватизируемых предприятий компенсаций от государства акциями (либо опционами на их покупку ниже рыночной стоимости), либо фиксированными денежными суммами.

Приватизация в России проходившая в условиях полной изоляции от зарубежного фондового рынка, привлекла лишь немногих «агрессивных» иностранных инвесторов. По данным Бойко, Шлейфера и Вишну, российские приватизируемые предприятия «практически не имели доступа к зарубежному финансированию и продавались по цене, часто в сотни раз меньшей, чем западные компании с сопоставимыми активами»¹¹. В отличие от залоговых аукционов

¹¹ См. напр.: *La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei and Vishny Robert W. Legal Determinants of External Finance. // The Journal of Finance. Vol. LI1 No. 3. July 1997.*

и инвестиционных конкурсов (в ряде случаев, обернувшихся продажей государственной собственности с существенным «дисконтом» либо последующим обязательством незначительного инвестирования) приватизация российских компаний при помощи АДА позволяет сразу получить в бюджет реальные деньги в сумме, адекватной стоимости проданных инвесторам ценных бумаг¹². Для этого существует механизм гарантированного размещения ценных бумаг, получивший название «андеррайтинга».

Данная работа посвящена анализу возможностей использования АДА для приватизации российских компаний (Глава 3). Следует признать, что неиспользование АДА как способа проведения массовой приватизации наиболее привлекательных для зарубежных инвесторов отраслей промышленности лишило российскую экономику значительно-го объема иностранных инвестиций. Автор дает анализ ряда завершенных проектов приватизации с помощью АДА предприятий и банков Великобритании («Бритиш Петроле-

¹² По данным Института экономики переходного периода «инвестиционная составляющая приватизационных сделок традиционно близка к нулю, более того многие сделки с инвестиционными условиями в 1999—2000 года стали по разным причинам объектом расследования на предмет возврата пакетов акций в собственность государства» (Социально-экономическое положение в России, март 2000 года). Подробнее об этом см. напр.: *Васильчук Евгений* Эпитафия пятилетке приватизации // Российская газета. 15 апр. 2000. №15 (254). С. 6 и Хрестоматия залоговых аукционов // Коммерсант-DAILY. 14 ноября 1995. №41—42. С. 78—80. Также см.: *Комарицкий С. И.* Приватизация: правовые проблемы. М: Статут, 2000. С. 30—31, 44—46, 50—51, 54—56, 59—61, 68—75, 80—93.

ум»), Франции («Тоталь»), Польши («Банк Гдански Эс. А.») и Индонезии («Пи. Ти. Телекоммуникаси Индонезия (Персеро)»), опыт которых может быть полезен для России.

В данной работе на примере реализованных проектов АДА российских компаний и банков приводится анализ проблем, с которыми столкнулись иностранные инвесторы, ставшие акционерами российских компаний, сами компании и их консультанты, и которые, по мнению автора, требуют внимания, теоретического изучения, а в ряде случаев и урегулирования в законодательстве. Автор предлагает пути решения таких проблем (Главы 2 и 3).

Глава 1. Правовое регулирование проектов выпуска АДР в праве США, типы проектов АДР и особенности регистрации эмиссии АДР и раскрытия корпоративной информации

1. Использование американских депозитарных акций для привлечения иностранных инвестиций в российскую промышленность

Юридическое определение «американской депозитарной акции» и «американской депозитарной расписки»: общий обзор

ные акции, представленные американскими депозитарными расписками (АДР), используются инвесторами в США для покупки акций зарубежных компаний, начиная с 1927 года. В настоящее время практически все предложения акций зарубежных компаний в Соединенных Штатах осуществляются путем эмиссии АДА¹³. АДА активно используются для приватизации национальной промышленности государствами Западной Европы, Азии и Латинской Америки. По данным «Бэнк оф Нью-Йорк» с 1990 по 1997 годы 67 компаний использовали АДА для привлечения иностранных инвестиций в процессе приватизации. В 2001 году к списку присоединилась Россия, выпустив в рамках программы приватизации АДР на акции ОАО «Лукойл», размещенные на Лондонской фондовой бирже.

С 1990 по 1994 г. общее количество АДА, обращающихся на рынке, выросло более чем на 30%, что свидетельствует о перспективах развития этого вида ценных бумаг и высоком интересе американских инвесторов к иностранным компаниям¹⁴. В XXI-м веке также наблюдается бур-

¹³ Иногда АДА выпускаются на иностранные корпоративные облигации (в основном с целью реструктуризации долгов), включая облигации, конвертируемые в акции тех же зарубежных компаний (этот метод используется при приватизации; конвертация осуществляется в акции, переходящие из государственного пакета в собственность владельцев АДА).

¹⁴ См.: *French Kenneth & Potreba James Investor Diversification and International Equity Markets* // 81 Am. Econ. Rev. 222 (1991); *Shapiro Alan C. Multinational Financial Management*. (4th ed. 1991); и *Velli Joseph American Depositary Receipts*:

ный рост размещения АДА на мировых биржах. На сегодняшний день насчитывается более 2000 проектов выпуска АДА. В них участвуют компании из более 70 стран мира. Среди них: немецкий «Дрезднер Банк», британские «Роллс-Ройс» и «Бритиш Петролеум», французский концерн «Рено», японские «Тошиба», «Ниссан», «Тойота» и «Сони», а также итальянские «Фиат» и «Гуччи».

Российский топливно-энергетический и природно-ресурсный комплекс представлен РАО «Газпром», НК «ЛУКОЙЛ», АО «Роснефть», РАО «ЕЭС России», «Мосэнерго», «Черногорнефтью», «Юганскнефтегазом», «Пурнефтегазом», «Татнефтью» и другими компаниями. АДА на свои акции выпустили ОАО «ММК», «Северсталь», «НЛМК», «Аэрофлот – Российские Авиалинии», «Северский трубный завод», телекоммуникационные компании «Вымпелком», «Мегафон», «МТС» и «Ростелеком», а также Торговый дом «ГУМ», «Мечел», «Лента», «Русал» и еще порядка сорока пяти компаний.

Несмотря на сложные отношения России с рядом ведущих мировых экономик, в 2015 году АДА тем не менее продолжают активно использоваться, как инструмент привлечения средств инвесторов на международном рынке капитала. Так, например, четвертый по обороту публичный ретейлер России, петербургская компания «Лента» 19 октября 2015 г. объявила о начале размещения бумаг, чтобы привлечь около

\$150 млн¹⁵. Компания предложила инвесторам депозитарные расписки. Также компания объявила, что помимо депозитарных расписок на акции нового выпуска в рамках сделки часть своего пакета планирует реализовать один из основных акционеров компании Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). Как говорится в документе ретейлера, ЕБРР уведомил его, что планирует продать часть своей доли в форме депозитарных расписок в размере \$100 млн, «с возможностью увеличить долю до \$150 млн». На привлеченные средства ретейлер рассчитывает расширить программу роста сети магазинов. Как сообщает компания в раскрытии, поступления от увеличения капитала обеспечат ей дополнительную финансовую гибкость, что в свою очередь позволит открыть минимум 40 гипермаркетов в 2016 году, а также сохранить или увеличить темпы их открытия в 2017 году и в последующие годы.

В конце марта 2015 года в рамках размещения депозитарных расписок «Лента» уже привлекла, несмотря на санкции и объективно сложный фондовый рынок, \$225 млн. Это ниже \$10, цены первичного размещения ретейлера, которое прошло в начале 2014 года. Тогда акционеры выручили с помощью выпуска депозитарных расписок \$952 млн за 22% сети «Лента».

¹⁵ См.: Анна Левинская «Лента» предложит инвесторам акции на \$150 млн в ускоренном режиме // РБК-Дэйли от 20 октября 2015.

Юридическое определение АДА. В 1983 г. Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам (далее – **Комиссия**) впервые дала юридическое определение АДА в «Релизе о Концепции Американских депозитарных расписок» (далее – **Релиз**).

В соответствии с Релизом АДА – это деноминированная в долларах США ценная бумага, подтверждающая право собственности ее владельца на определенное количество акций или облигаций иностранной (для США) компании, выпущенных за пределами Соединенных Штатов в стране инкорпорации такой иностранной компании. АДА не выпускаются на акции или облигации американских компаний.

АДА выпускаются в США американским банком-депозитарием, который является их эмитентом (подробнее смотреть ниже) (далее – **американский банк-депозитарий**). Акции или облигации, права на которые дают АДА, изымаются из свободного обращения на фондовом рынке страны инкорпорации указанной иностранной компании и депонируются в местном банке-хранителе («custodian bank») (далее – **банк-хранитель** или **российский банк-хранитель**). Сделки с АДА осуществляются на биржевом и внебиржевом рынке США. Вместе с переходом прав на АДА от их продавца к покупателю переходят права на акции и облигации ими представленные¹⁶.

¹⁶ См.: Greene Edward F., Beller Alan L., Cohen George M., Hudson Manley O., Jr., Rosen Edward J.U.S. Regulation of the International Securities Markets: A Guide

Еще одно определение депозитарной акции («depository share») дано Комиссией в Правиле 405 Положения «Си» (Regulation C), устанавливающего общие требования к регистрационным заявлениям и проспектам эмиссии ценных бумаг. В соответствии с ним, под депозитарной акцией понимается ценная бумага, подтверждаемая американской депозитарной распиской, которая представляет право собственности ее держателя на иностранную (неамериканскую) ценную бумагу или несколько таких ценных бумаг, депонированных в стране их выпуска¹⁷.

Юридическое определение Американской депозитарной расписки. В Релизе Комиссия впервые установила разграничение между американской депозитарной распиской и американской депозитарной акцией. «Под **американской депозитарной распиской** (далее – **АДР**) понимается свободнообращающийся сертификат, подтверждающий права его держателя на определенное количество **американских депозитарных акций** (также как сертификат на акции подтверждает права его держателя на определенное количество акций компании). **Американская депозитарная акция** является ценной бумагой, подтверждающей право собственно-

for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries. Pretence Hall Law & Business, 1997 P. 34.

¹⁷ См.: Jennings Richard W., Marsh Harold, Jr., Coffee John E., Jr. & Seligman Joel Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. Foundation Press 1998, P. 101.

сти на депонированные ценные бумаги иностранной компании (так же как акции компании подтверждают право собственности на долю в уставном капитале компании)». Таким образом, *АДР* – это выпущенный американским банком-депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество АДА, которые в свою очередь представляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранной компании.

По сложившейся на фондовом рынке Соединенных Штатов традиции общая стоимость депонированных иностранных ценных бумаг, представленных одной АДА, составляет от 15 до 30 долл. США (по аналогии со средними ценами на акции американских компаний, находящихся в листинге на биржах США)¹⁸. Например, одна АДА РАО «Газпром», выпущенная в рамках транша от 22 октября 1996 г., предоставляла 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 бирже¹⁹.

¹⁸ Цит. по: U. S. Regulation of the International Securities Markets: A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries. P. 35.

¹⁹ Соотношение между количеством иностранных (выпущенных за пределами США) ценных бумаг и АДА называют «коэффициентом АДА» или «относительным показателем АДА».

Путаница в терминологии: разграничение АДА и АДР

По словам Эдварда Грина и Томаса Сэнфорда, на практике для обозначения АДА и АДР используется один термин «американская депозитарная расписка», который в «зависимости от контекста означает либо свободнообращающийся сертификат, либо американскую ценную бумагу, представленную таковым»²⁰. Дэниэл Браверман отмечает, что разумно не смешивать эти два инструмента, так как «будучи с технической точки зрения эмиссией американских ценных бумаг выпуск АДА должен подлежать регистрации в Комиссии, так же, как и предложение и продажа инвесторам депонированных иностранных ценных бумаг, представленных такими АДА»²¹.

Автор согласен со второй точкой зрения и полагает, что терминологическое объединение АДА и АДР неверно из-за их разной юридической природы. *Поэтому в данной работе в зависимости от контекста речь пойдет об АДА и АДР как о различных, но взаимосвязанных инструментах.*

²⁰ Sanford Thomas American Depositary Receipts: An Overview. 1995 (материалы конференции по вопросам АДА в Нью-Йорке).

²¹ Цит. по: Daniel Braverman. P. 5.

Привлекательность АДА для российских компании и банков

Что дает выпуск АДА отечественным компаниям?

Проблема привлечения долгосрочных инвестиций требует от российских компаний нового подхода в выборе средств финансирования. Для многих предприятий, которые пытаются уйти от привлечения дорогостоящих кредитов и займов, а также выпуска долговых ценных бумаг, возможность увеличения акционерного капитала путем новых эмиссий, включая зарубежные, кажется достаточно перспективной. Для российских эмитентов выпуск АДА привлекателен по следующим причинам:

– позволит привлечь иностранный капитал для решения стратегических корпоративных задач (так, например, РАО «Газпром» инвестировал часть дохода от АДА в строительство трубопровода «Ямал-Европа», а компания «Вымпелком» – на развитие сети «Билайн» и освоение нового стандарта сотовой связи DCS-1800)²²;

– будет способствовать поддержанию ликвидности акций компании на российском рынке (хотя бы в пределах минимального количества обращаемых акций) путем наращивания инфраструктуры и активности инвесторов на зарубеж-

²² См. публикации в «Коммерсант» №43 от 19 ноября 1996 г. и «Известия» от 19 ноября 1996 г.

ном рынке;

– наиболее вероятно приведет к увеличению котировок акций компании на российском фондовом рынке (например, официальная информация о выпуске АДА АО «Мосэнерго» привела к повышению цены на акции компании более чем на 20%, акции Торгового дома «ГУМ» на следующий день после размещения АДА подорожали в России на 7,5%, а акции компании «Аэрофлот – Российские Авиалинии» поднялись в цене более чем на 15%)²³;

– позволит завоевать у инвесторов кредитное доверие и облегчит дальнейшее привлечение прямых и портфельных инвестиций на отечественном и зарубежном рынках;

– если эмитент планирует продавать свою продукцию в США или других странах, будет способствовать продвижению его товаров на эти рынки²⁴.

²³ См.: «Российская газета» от 11 января 1997 г. С. 8. Еще один хороший пример – привлечение иностранного капитала фабрикой «Красный Октябрь», привилегированные акции которой были проданы в США в результате частного размещения среди квалифицированных инвесторов. Подробнее см.: *Арсеньев Вадим* Красный Октябрь наслаждался инвестициями // Коммерсант Дейли 22 июля 1997 года №19. С. 2.

²⁴ Данный анализ приведен по редакции первого издания книги в 2001 г. и не полностью учитывает особенности инвестиционного климата в условиях санкций в России 2014 – 2015 годов.

Покупка АДА вместо портфельных инвестиций в России – снижение затрат и риска зарубежных инвесторов

Инвестиции в АДА привлекательны для американских инвесторов по следующим причинам.

– Как было указано выше, АДА является американской ценной бумагой и подчиняется праву о ценных бумагах США. Право США требует от иностранной компании раскрытия на английском языке информации о себе в проспекте эмиссии и иной документации, представляемой в Комиссию. Таким образом, американские инвесторы получают объективную информацию (включая последующую периодическую отчетность) об иностранной компании, ее ценных бумагах и принимают информированное инвестиционное решение о покупке или продаже АДА.

– Другим преимуществом АДА является то, что сделки с ними совершаются в долларах США, расчеты и клиринг занимают три банковских дня и застрахованы от риска ошибок организаций, осуществляющих эти операции в проектах АДА. При прямых инвестициях в российские ценные бумаги инвесторы теряют деньги на конвертации долларов в рубли, а расчеты и клиринг на практике могут длиться до двух недель. Риск инвестора усугубляется тем, что его средства на счете (на который депонируются купленные им россий-

ские ценные бумаги) не застрахованы на случай банкротства или ошибок брокера либо российского банка, через который осуществляются расчеты (любое судебное разбирательство в российском суде, включая исполнительное производство, дорогостояще и нежелательно для инвесторов).

– Права на АДА фиксируются в реестре американского банка-депозитария или (по его поручению) такой реестр ведет российский банк-хранитель, являющийся агентом американского банка-депозитария. При этом российская компания письменно соглашается, что данные указанного реестра имеют приоритет над сведениями реестра акций, ведущегося российской компанией или независимым российским реестродержателем, и обязуется за свой счет устранять такие несоответствия.

– Инвестор не должен для получения права собственности на российскую депонированную ценную бумагу получать сертификат или иное письменное свидетельство, подтверждающее такое право, от российского держателя реестра ценных бумаг; также не требуется вывозить указанный документ в США, что сопряжено с таможенным оформлением и получением разрешения органов Государственного таможенного комитета²⁵.

– АДА позволяют их владельцам голосовать на собраниях

²⁵ В некоторых странах ценные бумаги, представленные АДА являются предьявительскими ценными бумагами («bearer securities»), что ведет к уплате специального налога при их прямой покупке (минуя проект АДА) американскими инвесторами.

акционеров российской компании, акции которой представлены АДА.

– Американский банк-депозитарий перечисляет владельцам АДА дивиденды в долларах США, предварительно осуществив конвертацию российских рублей в доллары, за вычетом всех российских и американских налогов (при этом размер банковской комиссии, как правило, меньше среднерыночного).

– Инвестор может потребовать погашения АДА и выдачи ему представленных такой АДА российских ценных бумаг (депонированных в банке-хранителе в России) в соответствии с процедурой, предусмотренной организаторами проекта.

Таким образом, АДА фактически наделяет иностранного инвестора теми же правами, что и собственника ценных бумаг компании, владеющих ими, минуя проект АДА. Все вышеуказанные особенности АДА в деталях обсуждены ниже в соответствующих разделах данной работы.

В последнее время АДА все чаще используются при слияниях и поглощениях компаний в случае, если одна из таких компаний расположена на территории США. АДА также применяются транснациональными корпорациями для проведения программ поощрения работников таких корпораций в США путем передачи им акций в форме АДА (либо опционов на приобретение таких ценных бумаг). АДА активно используются при приватизациях компаний в странах

Западной и Восточной Европы, и Юго-Восточной Азии (см. Главу 3).

Также АДА выпускаются на долговые ценные бумаги, включая государственные, например, эмиссия АДА на французские государственные облигации осуществленная в 1988 г. (*Obligations Assimilables du Tresor*)²⁶. Интерес к АДА проявляет и Министерство финансов Российской Федерации. Так, при участии инвестиционного «банка-андеррайтера» (банка, осуществляющего размещение ценных бумаг среди инвесторов за вознаграждение) «Саломон Бразерс» (*Salomon Brothers*) и американского банка-депозитария АДА «Бэнк оф Нью-Йорк» (*The Bank of New York*) в 1996 г. были выпущены депозитарные расписки на валютные облигации Минфина²⁷.

Из года в год на практике открываются новые «горизонты» использования этих ценных бумаг.

²⁶ *Coopers R and Barton J. French Sow Their OATs in the US // Euromoney 85 (Oct 1988) (cited in ADR Concept Release, 56 Fed. Reg. At 24421).*

²⁷ *Тростников Игорь и Попова Надежда Salomon и Минфин Brothers // Коммерсант-Weekly. 9 апр. 1996 г. С. 46—48.*

2. Законодательство о ценных бумагах США и Акты Комиссии

Прежде чем приступить к анализу юридической природы АДА как ценной бумаги и АДР, как инструмента аналогичного по своей природе сертификату такой ценной бумаги, следует остановиться на структуре и основных положениях законодательства о ценных бумагах США и штатов.

Право о ценных бумагах США базируется на принципе регистрации эмиссий ценных бумаг и на раскрытии информации о ценных бумагах и компаниях, их выпустивших, инвесторам в проспектах эмиссии. Право США предусматривает ответственность за нераскрытие такой информации о ценных бумагах.

Источники права США о ценных бумагах

Действующее в США федеральное законодательство о ценных бумагах и фондовых биржах сформировалось в 30-е годы XX в. в ответ на финансовый кризис 1929 г., именуемый «Великой депрессией». Тогда были приняты: Закон США 1933 г. «О ценных бумагах» (*Закон 1933 г.*), Закон США 1934 г. «О ценных бумагах и фондовых биржах» (*За-*

кон 1934 г.), Закон 1939 г. «Об оформлении трастовых сделок» и Законы 1940 г. «Об инвестиционных консультантах» и «Об инвестиционных компаниях»²⁸. Большой вехой стало принятие Закона Сорбанеса-Оксли, анализ которого приводится в данном Разделе (см. ниже).

Важными источниками права США о ценных бумагах являются правила и комментарии к федеральным законам, которые, начиная с 1934 г., принимает Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам (правила Комиссии, в частности, регулируют выпуск ценных бумаг иностранными компаниями на территории Соединенных Штатов), а также судебные прецеденты – решения федеральных судов и судов штатов, принятые в развитие законодательства о ценных бумагах США и штатов, в которых комментируются отдельные нормы законодательства о ценных бумагах.

Кроме того, каждый из 50 штатов имеет свое законодательство о ценных бумагах, применяемое к эмиссиям ценных бумаг наравне с федеральным правом. Для его обозначения на практике используется термин «законы голубого

²⁸ Тогда же был принят Закон США 1933 г. «О банковской деятельности», более известный как «Глас-Стигал Экт» разделивший банки на коммерческие и инвестиционные. В 1999 г. «Глас Стигал Экт» был подвержен значительному пересмотру. В частности, банкам было разрешено при определенных условиях осуществлять оба вида деятельности одновременно. О депрессиях на Фондовом рынке США и их причинах см. исследование: *Kindelberger C. Mamas, Panics & Crashes*, NY 1998; *Mahoney P. The Political Economy of the Securities Act of 1933 and The Stock Pools and the Securities Exchange Act.*

неба» («blue sky laws»)²⁹.

Закон 1933 г.: общий обзор и судебная практика

Цели и задачи Закона. Исследование Конгрессом США причин кризиса фондового рынка в октябре 1929 г. показало, что ценные бумаги предлагались инвесторам в условиях «информационного вакуума», не позволявшего им принять «информированное решение» об их покупке или продаже. Кроме того, законодательство не предусматривало адекватных санкций к лицам, ответственным за мошенничество (включая предоставление ложных сведений) на рынке ценных бумаг³⁰.

Для устранения этих проблем Законом 1933 г. был введен режим полного раскрытия информации о любых сведениях, имеющих существенный характер для инвесторов при принятии ими инвестиционных решений, в процессе публичного размещения ценных бумаг («full disclosure of all material facts»)³¹. Этим Законом также введены жесткие санкции

²⁹ Цит. по: U. S. Regulation of the International Securities Markets: A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries P. 89.

³⁰ См.: House of Comm. On Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess., Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, Comm. Print 29 (1977).

³¹ SEC Securities Act Concept Release Bo. 7314 (July 25, 1996); *Jennings Richard W., Marsh Harold, Jr., Coffee John C, Jr. & Seligman Joel* Securities Regulation:

за мошенничество на рынке ценных бумаг, включая предоставление инвесторам ложных сведений о ценных бумагах и их эмитенте («prevention of fraud and misrepresentation»)³². Содержание и форма раскрытая финансовой корпоративной информации установлены Положениями «Эс-Икс» и «Эс-Ка» (Regulations S-X and S-K), а также иными документами Комиссии.

Регистрация эмиссии ценных бумаг. Разделы с 1-го по 4-й содержат определения терминов, включая понятие ценной бумаги (будет проанализировано ниже), а также устанавливают, что эмиссия ценных бумаг, осуществленная банками, страховыми компаниями и другими эмитентами, не подлежит регистрации по Закону 1933 г.

Раздел 5 Закона 1933 г. является ключевым положением права о ценных бумагах США. Им установлено, что любые сделки с ценными бумагами запрещаются до регистрации Комиссией эмиссии публично размещаемых ценных бумаг. Регистрация эмиссии ценных бумаг осуществляется Комиссией путем регистрации регистрационного заявления («registration statement»), частью которого является проспект эмиссии («prospectus»). Зарегистрированный в Ко-

Cases and Materials. University Casebook Series. Foundation Press. New York Eighth Edition. 1998. P.286.

³² *Schaumann Niels B.* Securities Regulation. Gilbert. 1997. P. 13; *McLucas W.* et al An Overview of Various Procedural Considerations Associated with the SEC's Investigative Process. P. 26 (в сборнике *Securities Law, Administration, Litigation, and Enforcement.* Foundation Press New York. 1995).

миссии проспект должен быть направлен каждому инвестору для ознакомления перед совершением последней сделки с ценными бумагами.

Разделы 6-й и 7-й содержат требования к регистрационным заявлениям³³. В соответствии с Разделом 10-м Комиссия имеет право в своих актах дополнять перечень сведений, содержащихся в регистрационном заявлении.

Регистрационное заявление рассматривается Комиссией в течение 20 дней с момента подачи («filing»). Принятие решения о регистрации эмиссии осуществляется Департаментом Комиссии по корпоративному финансированию и, включая переписку и поправки в регистрационные документы, может занять на практике более двух месяцев³⁴. Комиссия может отказать в регистрации эмиссии либо запросить у эмитента дополнительные сведения (Раздел 8).

Если регистрационное заявление содержит ложные или неверные сведения *существенного для инвесторов характера* или если такие сведения в нем отсутствуют, Комис-

³³ Для регистрации эмиссии ценных бумаг компания уплачивает. Комиссии регистрационный сбор (как правило, около 200 долл. США за каждый миллион долларов от «общей максимальной стоимости размещаемых ценных бумаг»). Закон 1933 г. завершают два приложения: Приложение «Эй» (Schedule A) содержит перечень сведений, которые обязательно должны содержаться в регистрационном заявлении компании; Приложение «Би» (Schedule B) представляет собой такой же перечень для государств и государственных образований, выпускающих долговые ценные бумаги на территории США.

³⁴ Цит. по: Global Capital Markets. Chapter 3. P. 155—157 и Securities Regulation: Cases and Materials. P. 200—219.

сия вправе приостановить эмиссию путем принятия приказа о приостановлении («stop order») до тех пор, пока указанное нарушение не будет устранено (Раздел 8 (d)).

Освобождение от регистрации. В соответствии с Разделами 19 (3) и 28 Закона 1933 г. Комиссия вправе устанавливать по согласованию со штатами и федеральным Правительством *исключения (освобождения) от регистрации эмиссий ценных бумаг*, применимые к отдельным категориям эмитентов. Одним из случаев освобождения от регистрации эмиссии ценных бумаг является Правило Комиссии 144А, позволяющее ***«частное размещение»*** ценных бумаг среди квалифицированных инвесторов. Данное Правило, подробно описанное ниже, разрешает размещение ценных бумаг без регистрации проспекта эмиссии, если покупателями являются инвесторы, обладающие значительным опытом инвестирования в ценные бумаги и существенным собственным пакетом ценных бумаг сторонних эмитентов.

Ответственность за несоблюдение Закона 1933 г. По словам профессора Ральфа Винтера, Разделы 11-й и 12-й Закона 1933 г. являются «фундаментом права США о ценных бумагах», так как в них предусмотрена ответственность компании, ее органов управления, консультантов компании и иных лиц за нарушения Закона 1933 г.³⁵.

³⁵ Раздел 8А также дает Комиссии право принять решение, обязывающее эмитента, нарушающего законодательство о ценных бумагах, «воздержаться от конкретных действий, влекущих такое нарушение» («stare-and-desist proceedings»), и провести расследование таких противоправных действий (смотреть ниже). Лю-

Раздел 11 посвящен гражданской ответственности за включение в регистрационное заявление ложных сведений либо за неуказание *фактов существенного для инвесторов характера*. Под этими фактами право США понимает сведения, которые важны для разумного инвестора («reasonable investor») при принятии им решения о покупке и последующей продаже ценной бумаги³⁶.

В соответствии с Разделом 11 инвестор вправе обратиться в суд за возмещением ущерба:

- к любым лицам, подписавшим регистрационное заявление;
- к директорам и лицам, занимающим управляющие посты в компании-эмитенте и указанным в регистрационном заявлении (на момент подачи такового в Комиссию);
- к аудитору, инженеру, оценщику корпоративных активов, юристу (только в отношении сведений и заключений, включенных в регистрационное заявление, полученных с использованием их профессиональных знаний);
- к банку-андеррайтеру, гарантировавшему размещение

бые решения и постановления Комиссии могут быть обжалованы лицом, в отношении которого они вынесены, в федеральном суде (Раздел 9).

³⁶ «Факты, имеющие существенное значение» определяются в решении по делу *Mills v Electric Auto-Lite Co.*, 396 U.S. 375 (1980) и *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* 426 U.S. 438 (1976); термин «разумный инвестор» анализируется в ведущих прецедентах: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* и *Jones v. National Distillers & Chemical Corp.* (S.D.N.Y. 1979).

ценных бумаг³⁷.

Ответчик освобождается от ответственности по Разделу 11, если докажет, что инвестор знал о наличии в регистрационном заявлении ложных сведений или об отсутствии в нем фактов, имеющих существенное значение. Кроме того, прецедентное право освобождает директоров, профессиональных консультантов, а также банк-андеррайтер, отвечающий за размещение ценных бумаг компании среди инвесторов, от ответственности по Разделу 11, если они докажут, что действовали *с должной осмотрительностью* («due diligence and due care»)³⁸. Компания-эмитент ценных бумаг не может воспользоваться данным видом защиты.

В разбирательстве по делу «Софтвэ Тулворкс Инк.» федеральный суд определил «должную осмотрительность» как проверку регистрационного заявления как подобает

³⁷ Судебными прецедентами ответственность банка-андеррайтера, разместившего ценные бумаги среди инвесторов по соглашению с компанией-эмитентом, ограничивается общей стоимостью размещенных им ценных бумаг. Поэтому на практике соглашения об андеррайтинге АДА (см. ниже) предусматривают субсидиарную ответственность с эмитентом.

³⁸ См.: Escott V. BarChris Construction Co. (1968). Российское право заимствовало концепцию ответственности лиц, подписавших проспект эмиссии ценных бумаг, за ущерб, причиненный эмитентом вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной или вводящей в заблуждение инвестора информации (ч. 5 ст. 5 Федерального закона от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»). По информации ФКЦБ РФ данная норма закона редко является предметом судебных разбирательств, а практика возмещения причиненного ущерба и критериев определения размера ответственности арбитражными судами пока не установлена.

«разумному человеку, управляющему своей собственностью» («prudent man in the management of his property»). Такая проверка на практике состоит из встреч с руководством компании-эмитента, проверки учредительных и основных корпоративных документов, анализа «комфортных писем» от аудиторов и юристов, включая заключение по Правилу 10b-5 (смотреть ниже)³⁹. Особенности юридической проверки компании рассмотрены в Главе 2.

Раздел 12 установил ответственность любого лица, предлагающего к продаже или реализующего ценную бумагу, эмиссия которой не зарегистрирована в соответствии с Разделом 5⁴⁰. Ответственности по данному разделу подлежит любое лицо в случае, если эмиссия ценных бумаг зарегистрирована, но регистрационное заявление содержит лож-

³⁹ In re: Software Toolworks Inc. (1994). Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 908, 962 (Amborsino v Rodman and Renshaw).

⁴⁰ В данном случае ответчик освобождается от ответственности если докажет, что эмиссия ценных бумаг не подлежала регистрации в Комиссии в соответствии с Разделом 28 Закона 1933 г. Разделом 28 предусматривается право Комиссии издавать правила, устанавливающие освобождение конкретных эмиссий ценных бумаг от регистрации по Закону 1933 г. Так, в 1990 г. Комиссией было принято Правило 144А, разрешающее не регистрировать эмиссию ценных бумаг (не находящихся в листинге на американских биржах или в автоматизированных торговых системах) по Закону 1933 г., если такие ценные бумаги размещаются только среди квалифицированных институциональных покупателей. К последними относятся инвесторы, владеющие пакетами ценных бумаг на сумму более 100 млн. долл. Цит. по: Federal Securities Laws, P. 67—72. О «квалифицированных покупателях» см. Раздел 18 (в) (3) Закона 1933 г. Более подробно данный способ размещения АДА описывается в Главах 1 и 2.

ную информацию или не содержит информации существенно для инвестора характера. Ответственность по Разделу 12 наступает только тогда, когда для осуществления сделок с ценными бумагами используются *средства передачи информации между штатами*. К ним относятся телефон, факс, электронная и обычная почта, телеконференции и иные средства связи. При этом они должны быть использованы для передачи сведений из одного штата в другой. Таким образом, достаточно телефонного звонка из одного штата в другой (или из-за рубежа в США) с предложением продажи ценной бумаги, в отношении которой Комиссия не зарегистрировала регистрационное заявление, для наступления ответственности предлагающего такую бумагу лица по Разделу 12.

Ответчик признается невиновным, если докажет, что действовал добросовестно («good faith defense»), то есть не знал и не мог предполагать *после осуществления разумной проверки* («reasonable care») о ложных сведениях или отсутствии в регистрационном заявлении фактов, имеющих существенное для инвесторов значение⁴¹. Ответственность по Разделам 11 и 12 Закона 1933 г. наступает тогда, когда инвестор докажет, что при покупке ценной бумаги он полагался на ложные сведения, содержащиеся в регистрационном заявлении.

⁴¹ Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 936 (Pinter v Dahl и Gustafson v Alloyd Co.).

В соответствии с Разделом 13 виновное лицо, продавшее ценную бумагу, эмиссия которой не прошла регистрацию по Разделу 5, уплачивает инвестору цену, которую тот заплатил за ценную бумагу, а также сумму процентов за пользование денежными средствами⁴². Если инвестор продал такую ценную бумагу, то ему также уплачивается разница между ценой покупки и продажи. Во втором случае контракт купли-продажи подлежит расторжению и инвестору возвращаются сумма, которую он заплатил за ценные бумаги, и проценты за пользование денежными средствами.

Разделом 13 установлено, что общий срок исковой давности в отношении нарушений Разделов 11 и 12 равен 12 месяцам. Закон предусмотрел солидарную ответственность юридических и физических лиц, «имеющим возможность контролировать лиц, признанных виновными в нарушении Разделов 11 и 12» (Раздел 15). К таким лицам Закон 1933 г. относит крупных акционеров, а также лиц, получивших право принятия решений и контроля над органами управления компании по агентскому договору либо иным образом.

Разделом 17 предусматривается ответственность любого лица, признанного виновным в *первичном размещении или продаже* ценных бумаг с использованием средств передачи информации между штатами («by the use of any means

⁴² Дополнительно уплачиваются иные суммы, «если таковые установлены законодательством или подлежат компенсации в соответствии с правом справедливости».

or instruments of transportation or communication in interstate commerce»), если такие сделки совершены:

1. с использованием схем («schemes»), которые имеют целью ввести инвестора в заблуждение относительно ценной бумаги или направлены на совершение мошенничества;
2. для получения денежных средств или иной собственности за ценные бумаги, проданные с использованием регистрационного заявления, содержащего ложные сведения или не включающего существенную для инвесторов информацию⁴³.

Применение Раздела 17 ограничивается исками Комиссии к менеджменту компании, а также к иным лицам, участвующим в воплощении в жизнь «схем, которые имеют целью ввести инвестора в заблуждение относительно ценной бумаги». Комиссия вправе начать производство по делу как в отношении частного размещения ценных бумаг (предложение узкому кругу инвесторов), так и публичного размещения (предложение неограниченному кругу инвесторов). Наказанием за нарушение Раздела 17 является аннулирование или временный отзыв «разрешения на практику» (аналог лицензии) профессионального участника ценных бумаг, а также

⁴³ Часто истцы по Разделам 11 и 12 Закона 1933 г. объединяют иски в коллективный иск, который может достигать многих миллионов долларов США. Раздел 27 посвящен коллективным искам («class action») и процедуре рассмотрения данной категории дел (назначение представителя, возмещение убытков, мировое соглашение («settlement»)).

штраф в размере до 500.000 долл. США⁴⁴.

Закон 1934 г.: общий обзор и судебная практика

Общий обзор. Законом 1934 г. регулируется торговля ценными бумагами на вторичном рынке, и в частности:

– регистрация и периодическая отчетность эмитентов, выпустивших ценные бумаги, находящиеся в листинге на американских фондовых биржах и в автоматизированных торговых системах (Разделы 12, 13, 17);

– процедура голосования на собраниях акционеров по доверенности (Раздел 14);

– тендеры на покупку ценных бумаг (Раздел 14);

– регулирование организаций, работающих на фондовом рынке, включая саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее – *СРО*) и брокеров-дилеров (Разделы 15, 15 А, 15С, 17А, 17В, 19);

– продажу ценных бумаг на вторичном рынке с использованием незаконных схем и путем мошенничества (Разделы 10, 18, 20, 20А).

Многие положения и концепции Закона 1934 г. были заимствованы российским правом о ценных бумагах, и в частности Федеральным законом «О рынке ценных

⁴⁴ См.: *Gleeson Simon Gustafson Draws US Private Placements Closer to UK // International Financial Law Review*. July 1996. P. 20—22.

бумаг», Федеральными законами «Об акционерных обществах» и «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (см. Главу 2).

Регистрация по Разделу 12. Раздел 12 Закона 1934 г. также, как и Раздел 5 Закона 1933 г., предусматривает регистрацию эмиссии ценных бумаг в Комиссии.

Регистрация ценных бумаг по Разделу 12 требуется, если ценные бумаги подлежат листингу на одной из американских фондовых бирж или в автоматизированных торговых системах (например, листинг АДА на Нью-Йоркской фондовой бирже или в автоматизированной системе торговли «НАСДАК»)⁴⁵.

Важно отметить, что с середины 1982 г. регистрационные документы по Разделу 5 Закона 1933 г. и по Разделу 12 Закона 1934 г. были дополнены Комиссией с целью создания *единой системы раскрытия информации* вместо двух, автономно существующих. В соответствии с Релизом Комиссии №6383 от 3 марта 1982 г. Комиссия приняла единые стандарты для предоставления финансовой информации в регистрационных документах и формах отчет-

⁴⁵ Цит. по: U. S. Regulation of the International Securities Markets: A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries. Chapter 3. Для регистрации ценных бумаг и последующей периодической отчетности иностранных компаний по Закону 1934 г. Комиссией используется Форма 20-Ф (Form 20-F), а также ее сокращенный вариант, Форма 8-А, и годовой отчет по Форме 10-К. Комиссия может освободить иностранные компании от регистрации по Закону 1934 г. и последующей периодической отчетности по Правилу 12g3—2 (см. ниже).

ности⁴⁶. Да практике регистрация и отчетность по Законам 1933 и 1934 г. теперь осуществляется в соответствии с формами Комиссии, содержание которых практически идентично, что экономит время на их подготовку и делает сам процесс размещения ценных бумаг значительно дешевле и эффективнее⁴⁷.

Ответственность за манипулирование рынком. Разделом 9 предусматривается ответственность за «манипулирование рынком ценных бумаг», включая искусственное увеличение цен, предоставление брокером-дилером ложных сведений о ценной бумаге клиенту, чтобы с целью склонить ее к покупке, а также публикацию ложной информации с целью повлиять на динамику цен на ценные бумаги на рынке⁴⁸.

Ответственность по Разделу 10 (b). Наибольшее количество судебных споров возникает по **Разделу 10 (b)**, предусматривающему ответственность за мошенничество («fraud»), «связанное с покупкой и продажей» («sale and purchase») на вторичном рынке ценных бумаг, находящихся в листинге на бирже или в автоматизированной торговой системе (Разделы 11, 12 и 17 Закона 1933 г. предусматривают такую ответственность при первичном размещении ценных

⁴⁶ Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 183—186.

⁴⁷ *Langevoort Theories, Assumptions and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited* //140 U.Pa.L.Rev. 85.1 (1992).

⁴⁸ Аналогичные нормы содержатся в Федеральном законе РФ от 5 марта 1999 г. «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ст. 4, 6).

бумаг).

В 1942 г. Комиссия приняла Правило 10b -5, определяющее сферу применения Раздела 10 (b)⁴⁹. Согласно Правилу 10b -5 Раздел 10 (b) применяется на практике к трем видам правонарушений:

1. регистрационное заявление имеет ложную информацию или не содержит факты и сведения существенного для инвесторов характера, которые должны были быть в него включены;

2. сделки совершаются с ценными бумагами с использованием недоступной другим инвесторам информации существенного характера («insider trading»);

3. при покупке и продаже ценных бумаг осуществляется манипулирование рынком⁵⁰.

Правило 10b-5 практически идентично нормам, закрепленным Разделом 17 Закона 1933 г., но в отличие от последнего, распространяется исключительно на сделки с ценными бумагами *на вторичном рынке*, а не на «первичное размещение и продажу таких ценных бумаг»⁵¹.

По словам профессора Винтера, обширная судебная практика дала Разделу 10 и Правилу 10b -5 получила в послед-

⁴⁹ *The Original Conception of Section 10 (b) of the SEA* // 42 Stan. L. Rev. 385 (1990).

⁵⁰ Цит. по: *Securities Regulation: Cases and Materials*. P. 1057—1058.

⁵¹ *ABA Sec. Corp., Banking & Bus. Law: Conference on Codification of the Federal Securities Laws* // 22 Bus. Law. 793, 921—925, esp. at 922 (1967).

ние годы «новое звучание». Так, решением по делу «Комиссия против Тексас Галф Сульфур» установлено, что мошенничество (предоставление инвестору ложной информации) должно быть «непосредственно связано с покупкой и продажей ценных бумаг». В случае, когда предоставление ложной информации не имеет отношения к такой сделке, инвестор не может взыскать по ней убытки⁵².

Делом «Эрнст энд Эрнст против Хочфелдера» было определено, что для наступления ответственности по Разделу 10 и Правилу 10b -5 у ответчика должен присутствовать умысел («scienter»)⁵³. Делом «Блу Чип Стэмпис против Манор Драг Сторз» круг истцов по Разделу 10 и Правилу 10b-5 был ограничен продавцами и покупателями ценной бумаги⁵⁴. А решением по делу «Херман против МакЛиана» постановлено, что иск может одновременно подаваться по Правилу 10b -5 по Закону 1934 г. и Разделу 11 Закона 1933 г.⁵⁵

Возникает вопрос о том, как истец в споре по разде-

⁵² Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 683 (SEC v Texas Gulf Sulfur (2d Cir. 1968)), P. 690—715 (Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.) и 690 (SEC v Drysdale).

⁵³ Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 697 (Ernst & Ernst v Hochfelder (SCT 1976)), P. 698 (Blackman v Polaroid (1st Cir. 1990)).

⁵⁴ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores (SCT 1975) и Cowin v Bresler (DC 1984) (материалы из правовой базы «Westlaw»).

⁵⁵ Цит. по: Securities Regulation: Cases and Materials. P. 979 (Herman v. MacLean).

ду 10 (b) мог знать о нераскрытой информации и почему именно ее сокрытие от инвесторов вызвало убытки истца? Многие суды следуют «*теории эффективного рынка*» («efficient market theory»). Данная теория исходит из презумпции веры инвестора в то, что каждая компания, ценные бумаги которой продаются неограниченному кругу инвесторов на фондовом рынке, подала все существенные сведения о себе (как того требуют Законы 1933 и 1934 г.), в результате чего рыночная стоимость ценных бумаг данной компании «инкорпорировала (впитала) в себя такую информацию»⁵⁶.

Однако данная позиция в последнее время подвергается серьезной критике ведущими экономистами, утверждающими, что «существует много факторов, влияющих на становление рыночных цен, и публично доступная информация о ценных бумагах часто неверно воспринимается рынком... по крайней мере проходит какое-то время, прежде чем она дает объективный эффект роста или падения цены ценных бумаг»⁵⁷. По мнению Роберты Романо, судеб-

⁵⁶ Klein W. and Coffee J. Business Organization and Finance. NY. P. 392—397; Booth Richard A. The Efficient Market, Portfolio Theory, and the Downward Sloping Demand Hypothesis // 68 N.Y.U. L. Rev. 1187 (1993); Fama Eugene F. Efficient Capital Markets: II // 46 J. Finance 1575 (1991); LeRoy Stephen F. Efficient Capital Markets and Martingales // 27 J. Economic Lit. 1583 (1989)

⁵⁷ Grossman & Stiglitz On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // 70 Am. Econ. Rev. (1980); Gilson Ronald J. & Kraakman Reiner H. The Mechanisms of Market Efficiency // 70 Va.L.Rev. 549 (1984); Cunningham Lawrence A. Capital Market Theory, Mandatory Disclosure, and Price Discovery // 51 Wash. 7 Lee. L. Rev. 843, 858 (1994); Cunningham Lawrence A. From Random Works to Chaotic Crashes:

ная практика не дала единого ответа на вопрос, является ли нераскрытая информация «существенной для инвесторов», если после придания ее огласке, рыночная стоимость ценных бумаг практически не изменилась. Джон Коффе полагает, что на практике достаточно колебания цены ценной бумаги на рынке в пределах 5—10% (после раскрытия информации) для того, чтобы подтвердить «существенный характер» такой информации⁵⁸.

Ответственность по Правилу 10b-5 также наступает по сделкам, совершенным с использованием недоступной для инвесторов информации существенного характера.

Раздел 20A (b) ограничивает ответственность общей суммой прибыли, полученной от такой сделки, либо суммой убытков, предотвращенных путем продажи ценных бумаг до момента публичного оглашения информации существенного характера.

В 80-е г. принято 2 закона, ужесточающих санкции против инсайдеров за использование внутренней информации – Закон США 1984 г. «Об ответственности за использование информации, недоступной для инвесторов, при совершении сделок с ценными бумагами» и Закон 1988 г. «Об ответственности за мошенничество на рынке ценных бумаг». Если ранее Комиссия или суд могли конфисковать только до-

The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis // 62 Geo. Wash. L. Rev. 546—574 (1994).

⁵⁸ Цит. no: Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. P. 1009—1011 (Alstead, Dempsey & Co., Inc., 47 SEC 1934, 1035 (1984)).

ходы, полученные в результате использования внутренней информации – информации существенного характера, неизвестной инвесторам, то в соответствии с этими законами размер штрафа может в 3 раза превышать прибыль, полученную от использования внутренней информации. Физическое лицо может быть подвергнуто тюремному заключению сроком до 10 лет⁵⁹.

Интересным представляется решение по делу «Дирке против Комиссии», согласно которому брокер узнал от знакомого о скором банкротстве компании «Эквити Фандинг» из-за растраты управляющими активов, о чем проинформировал своих клиентов. Сведения, полученные клиентами брокера, не были известны другим инвесторам и акционерам «Эквити Фандинг». Воспользовавшись этой информацией, клиенты брокера продали акции до того, как данные о растрате стали известны на рынке и вызвали резкое падение их рыночной стоимости (брокер, правда, впоследствии сообщил о нарушении в газету «Уолл-Стрит Журнал», и поэтому и не понесли убытков), и поэтому не понесли убытков. Верховный суд США постановил, что брокер не виновен в использовании указанной информации в нарушение Раздела 10, потому что:

⁵⁹ Именно на основании этих законов был приговорен в 1986 г. к тюремному заключению сроком на 20 мес. и уплате 100 млн. долл. штрафа Иван Бойски, послуживший прототипом корпоративного пирата (corporate pirate) Гордона Гекко из голливудского фильма «Уолл стрит», а в 1990 г. – к 10 годам тюремного заключения и многомиллионному штрафу Майкл Милкен.

- юридически ничто не связывало его с акционерами «Эквити Фандинг» (он не работал в компании, не владел ее акциями; знакомый, от которого брокер получил информацию, не требовал от него соблюдения конфиденциальности);
- информация была получена без нарушения закона;
- и, следовательно, брокер не был обязан сообщать о ней акционерам компании.

Знакомый брокера, раскрывший информацию, также не нарушил Раздела 10, так как не получил никакой материальной выгоды от ее оглашения, а стремился исключительно к огласке растраты и злоупотреблений руководства «Эквити Фандинг»⁶⁰.

Прецедентное право установило *ответственность юристов, аудиторов и других профессиональные консультантов компаний* за разглашение «закрытой» (публично недоступной) информации о компаниях, ставшей им известной в процессе их консультационной деятельности⁶¹. В соответствии с Разделом 21А (а) (2) ответственность лиц, совершивших сделки с ценными бумагами с использованием закрытой информации, ограничивается суммой, равной трехкратному размеру полученной ими прибыли или предотвращенных убытков (разница между рыночной ценой на ценную бумагу

⁶⁰ Цит. по: Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. P. 1094—1104 (Dirks v. SEC).

⁶¹ См.: *hiarella v. US* (ключевой прецедент по данному вопросу) и Правило Комиссии 14e-3.

до и после раскрытия информации), уплачиваемой в дополнение к штрафам, предусмотренным Разделами 21 и 21 (B).

По аналогии с Разделом 15 Закона 1933 г. Разделом 20 Закона 1934 г. предусмотрена *солидарная ответственность* юридических и физических лиц, «контролирующих лиц, признанных виновными в нарушении любых положений Закона 1934 г. а также правил Комиссии, принятых в их развитие». Ответственность контролирующих лиц не должна превышать 1 млн. долл. США (Раздел 21А (B) (3)).

Ответственность за ложные сведения в регистрационном заявлении и документах периодической отчетности. Раздел 18 (а) предусматривает ответственность *любого лица*, подписавшего регистрационное заявление по Закону 1934 г., а также предоставившего соответствующие документы о компании на биржу для получения листинга, за ложные сведения о компании или ее ценных бумагах, если такие сведения имели бы *существенное значение для инвесторов* при принятии инвестиционных решений и их правдивое изложение в регистрационном заявлении повлияло бы на цену указанных ценных бумаг на фондовом рынке.

Срок исковой давности по данной категории дел равен 12 месяцам с момента обнаружения ложных сведений и не должен превышать 36 месяцев с момента подачи первого иска о возмещении ущерба по Разделу 18 (а) в случае, если за возмещением ущерба обращаются другие пострадавшие инвесторы. Лицо, признанное судом виновным в нарушении

Раздела 18 (а), вправе получить возмещение части уплаченной им суммы от других лиц, подписавших регистрационное заявление, в порядке регресса (Раздел 18 (b)).

Прогнозы и раскрытие существенной информации о будущих сделках и реорганизации компании. Разделом 23 Е регулируются случаи предоставления инвесторам в регистрационных заявлениях и в документах отчетности прогнозов и иных сведений о будущих сделках компании или о ее реорганизации, носящих существенный характер для инвесторов. Также в нем определяются случаи, в которых наступает ответственность за предоставление таких сведений, вызванная возможностью неправильного толкования изложенной информации или необоснованностью ее публичного раскрытия (например, директора знают, что скорее всего сделка не будет заключена, но сообщают акционерам и инвесторам обратное)⁶².

⁶² Основные судебные прецеденты: *Virginia Bankshares v. Sandberg* (директора не проинформировали акционеров о прогнозе инвестиционного банка в отношении цен на акции компании в случае выкупа акций у акционеров в процессе реорганизации, и указали неверную цену, что было признано судом нераскрытием «существенной информации»); *Panter v. Marshall Fields и Kademain v. Ladish* (обязанность раскрытия прогнозируемых сделок или прогнозов в отношении будущей прибыли компании); *Gerstle v. Gamble-Sleogman, Feit v. Leasco Data Processing, Speed v. Transamerica* (нераскрытое директорами планов ликвидации компании является не предоставлением «существенной информации»), *In re: Caterpillar* (нераскрытое в Формах отчетности 10-K и 10-Q предполагаемых сложностей в деятельности американской компании «Катерпиллар» на территории Бразилии, связанных с политическими и экономическими трудностями в 1990 г., повлекших снижение ее прибыли признано нераскрытием «существен-

Иные положения. Разделом 13 (d) (1) предусмотрена обязанность лица или группы аффилированных лиц информировать Комиссию в течение 10 дней с момента приобретения ими более 5% определенного класса акций компании⁶³. Также в соответствии с Разделом 13 Комиссия ведет учет инвесторов, владеющих ценными бумагами на сумму более 10 миллионов долларов США. Также данным разделом определяются особенности отчетности крупных трейдеров и брокеров-дилеров.

В Разделе 14 установлены правонарушения, связанные с незаконными действиями по получению доверенностей на голосование от акционеров, а также с проведением тендеров на покупку ценных бумаг. В частности, запрещается проведение тендера, если использовалась ложная информация

ной» информации).

⁶³ Также Закон устанавливает обязанность основных акционеров (лиц, владеющих более 10% акций определенного класса), директоров и руководящего персонала компании информировать Комиссию: а) о количестве акций, принадлежащих им на момент подачи регистрационного заявления в соответствии с Разделом 12 (g), на момент подачи документов на биржу для включения ценных бумаг компании в листинг; б) о приобретении ими более 10% акций определенного класса (в течение 10 дней с момента такого приобретения); а также в) ежемесячно уведомлять Комиссию и биржу об изменении их доли в акционерном капитале компании. О структуре акционерного капитала в США см.: *Сырдобоева О. Н.* Акционерное право США и России. М.: Спарк. 1996. С. 40- 53; *Klein William A., Coffee John C., Jr.* Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles. The Foundation Press. 6th edition. 1996. P. 332—365; *Hamilton Robert W.* The Law of Corporations in a Nutshell. West Publishing Co. 4th edition. 1996. P. 123—148.

или не были представлены факты, имеющие для инвесторов существенное значение (Раздел 14 (е)). Судебная практика по Разделу 14 (е) очень обширна из-за волны слияний и поглощений компаний, захлестнувшей Соединенные Штаты в конце 80-х – начале 90-х г. По делам данной категории истцы, как правило, требовали возмещения вреда, вызванного нарушением Раздела 10 и Правила 10b-5.

Разделом 29 устанавливаются случаи, когда договор на совершение сделки с ценными бумагами признается недействительным в части или полностью, если им нарушаются нормы законодательства о ценных бумагах США (например, стороной договора выступает брокер, не зарегистрированный Комиссией в соответствии с Разделом 15).

Законы 1933 и 1934 г.: споры с участием владельцев АДА и ГДА

Законы 1933 и 1934 г. являются основными источниками права США, регулирующими выпуск и размещение депозитарных расписок. Вышеперечисленные нормы данных законов вместе с положениями и правилами Комиссии регулируют процесс выпуска и размещения АДА в США. Как будет описано ниже, Комиссией разработаны специальные формы регистрационных заявлений для программ АДА. В частности, для регистрации эмиссии АДА по Закону 1933 г. с 1983 г. используется регистрационное заявле-

ние, составленное по Форме Ф-6 (Form F-6). Также, в ряде случаев используются Формы Ф-1, Ф-2 и Ф-3. Собственники АДА, эмиссия которых прошла регистрацию по Закону 1933 и 1934 г., вправе подать иски против российских компаний, их органов управления и других участников проектов АДА в случае нарушения вышеуказанной процедуры регистрации эмиссии и требований, предъявляемых к раскрытию информации о компании, а также ее ценных бумагах.

Споров в отношении АДА и ГДА достаточно много. Все они так или иначе связаны с нарушением компаниями правил американского законодательства о раскрытии информации в регистрационном заявлении, а также в формах периодической отчетности. Кроме того, данные споры касаются процедуры проведения общих годовых и внеочередных собраний акционеров компаний, выпустивших АДА или ГДА на свои голосующие акции, а также содержания документации, сопровождающей бюллетени для голосования («proxies»).

Все такие споры, как правило, рассматриваются в судах США или Великобритании в соответствии с арбитражными оговорками в депозитных соглашениях с американским банком-депозитарием, являющимся эмитентом депозитарных расписок (см. Главу 2)⁶⁴.

⁶⁴ В случае, если споры решаются в третейских судах, часто решения в отношении таких дел недоступны. Насколько известно автору, пока не существует исследования, обобщающего споры с участием владельцев АДА и ГДА.

На практике большинство споров с участием владельцев АДА разрешается путем заключения сторонами мирового соглашения («settlement»). Условия соглашений являются публично нераскрываемой информацией. Часто международные финансовые газеты публикуют сведения о готовящихся мировых соглашениях. Например, в 1995 г. было много публикаций о создании фармацевтической компанией из Великобритании «Медева Пи. Эл. Си.» специального фонда с суммой активов 6.750.000 долл. США для оплаты требований владельцев АДА в Соединенных Штатах. Владельцы АДА, выпущенных на акции компании, начали процесс против «Медева Пи. Эл. Си.», требуя компенсации за падение курса АДА, возникшего в результате чрезвычайно оптимистичных прогнозов компании о своей деятельности и сокрытии отдельных существенных для инвесторов фактов⁶⁵.

На практике инвесторы предпочитают подавать иски в отношении нарушений Раздела 10 (b) Закона 1934 г. и Разделов 11 и 12 Закона 1933 г. и значительно реже по разделу 18 Закона 1934 г. (см. выше). Ральф Винтер полагает, что это связано с тем, что по Разделу 18 Закона г. истцам труднее доказать вину ответчика, а также тем, что суды, как правило, присуждают им меньшую компенсацию. Ниже приводится анализ нескольких наиболее известных прецедентов.

⁶⁵ MEDEVA PLC: U.K. Company Sets Up a Fund to Settle U.S. Suit *H Wall St. J.*, Dec. 22, 1995 (WESTLAW, 1995 WL-WSJ 9912822).

В деле «Американ Метал Климакс Инк.» (АМК) истец, представлявший права владельцев на 2000 акций компании «Роан Силикон Траст Лимитед» (РСТ), предъявил в суде требование о признании недействительным слияние АМК и РСТ. В качестве основания такого требования он указал на то, что материалы для общего собрания акционеров, на котором было утверждено слияние, содержали ложные сведения («fraudulent misrepresentation»). Суд согласился с истцом, указав, что материалы содержали сведения, вводящие акционеров в заблуждение, и признал их сведениями «существенного для инвесторов характера». По решению суда истцы получили право на дополнительный пакет акций компании РТС в форме АДА. Американский суд не признал слияние АМК и РСТ недействительным ввиду того, что Правительство Замбии (страна инкорпорации РТС) приняло решение о правомерности такого слияния⁶⁶.

В деле «Баруха против Рейтер Холдинге Пи. Эл. Си.» суд согласился с истцом – владельцем АДА компании «Рейтер Холдинге», утверждавшим, что падение курса акций и АДА компании вызвано неполным раскрытием негативной информации о новом информационном продукте «Рейтер Холдинге» «Dealing 2000». Суд в частности признал, что в документах, представленных в Комиссию, компания представила прогнозы в отношении роста акций «Рейтер Холдинге»

⁶⁶ См.: Kohn v. American Metal Climax, Inc., 458 F. 2d 255 (3d Cir. 1972), cert. Denied, 409 U.S. 874 (1972).

в связи с внедрением нового продукта, однако такие документы умалчивали об известных компании проблемах, связанных с «Dealing 2000»⁶⁷.

В деле «Реинголд против Делойт, Хаскинс энд Селлс» владелец АДА компании «Феррованадиум Корпорейшн Эн. Эл.» (Ferrovanadium Corporation N.L.) утверждал, что две австралийские аудиторские фирмы и юридический консультант компании, выпустившей АДА, нарушили американское законодательство о ценных бумагах, так как в регистрационном заявлении не было ясно сказано, что финансовая информация представлена по австралийским нормам бухгалтерского учета. Истец полагал, что при подготовке проспекта применялись Общепринятые американские стандарты (US G.A.A.P.).

Суд постановил, что аудиторские фирмы не знали, что документация, ими подготовленная, будет представлена в Комиссию как часть регистрационного заявления, поэтому суд не имеет юрисдикции рассматривать данное дело против них. Суд также указал, что аудиторские фирмы не были обязаны вносить поправки в подготовленную ими финансовую документацию, даже если им стало известно о плане компании использовать подготовленную ими отчетность для выпуска АДА в США. Суд признал юридического консультанта виновным в том, что он не удостоверился в правильности раскрытия в проспекте эмиссии информации о приме-

⁶⁷ См.: Bharucha v. Reuters Holdings, PLC, 810 F. Supp 37 (E.D.N.Y. 1993).

няемых нормах бухгалтерского учета.

Наиболее показательным, пожалуй, решение по делу «Итоба Лимитед против Леп Труп Пи. Эл. Си.» о нераскрытии компанией «Леп Труп» существенных сведений, повлекших убытки владельца акций «Леп Труп» в размере 111 млн. долл. США. Дочернее общество фирмы «А. Д. Т. Лимитед» (ADT Limited) приобрело акции «Леп Труп» на Лондонской фондовой бирже. Истец при покупке акций полагался на информацию о компании, содержащуюся в Форме 20-Ф (см. ниже), представленной «Леп Труп» в Комиссию в отношении АДА «Леп Труп», находящихся в листинге в системе автоматизированной торговли «НАСДАК» в США. Суд признал правомерным предъявление иска по Разделу 10 (b) и по Правилу 10b-5 Закона 1934 г. в США акционером, купившим акции ответчика в Великобритании. Суд постановил, что ложная информация, содержавшаяся в Форме 20-Ф, повлияла на рынок АДА компании в США, так же, как и на рынок ее акций в Великобритании. По-видимому, данное дело закончилось мировым соглашением, так как окончательное решение по нему судом не было принято⁶⁸.

Таким образом, теоретически любой российский акционер компании, выпустившей АДА, может требовать компенсации в случае падения курса акций на российском рынке в США, если российская компания не раскрыла «существен-

⁶⁸ См.: *Itoba Limited v. Lep Group, PLC*, 54 F. 3d 118 (2d Cir. 1995), cert. Denied, 116 S. Ct. 702 (1996).

ную для инвесторов информацию» о себе американским инвесторам, владеющим АДА компании. При этом российский акционер при принятии решения о покупке ценных бумаг должен полагаться на данные, содержащиеся в регистрационном заявлении компании и иной документации, представленной в Комиссию. Однако решение американского суда будет невозможно исполнить на территории России ввиду отсутствия соглашения о признании и исполнении решений между РФ и Соединенными Штатами. Однако российский акционер может попытаться исполнить решение в других странах, если там находится имущество ответчика.

Автору неизвестно, существуют ли в настоящее время аналогичные вышеперечисленным споры в отношении российских компаний, выпустивших АДА и ГДА. Иностранные инвесторы могут заявить иски против российских компаний, так и против представителей менеджмента компаний, подписавших регистрационное заявление или формы периодической отчетности. Безусловно, что чем выше уровень проекта АДА, тем больше риск предъявления таких требований (о проектах АДА первого, второго и третьего уровней см. ниже)⁶⁹. Проблемы российских проектов

⁶⁹ О спорах в области ценных бумаг в судах США и Западной Европе см.: *Brodsky Edward Guide to Securities Litigation*. New York Law Journal Press. New York. 1974; *Transnational Litigation and Commercial Arbitration: A Comparative Analysis of American, European and International Law*. Transnational Juris Publications. Copenhagen. 1992; *Fleming James, Jr., Hazard Geoffrey C. & Leubsdorf John Civil Procedure*. Little, Brown and Company. London. 4th

АДА рассмотрены в Главе 3.

Ed. 1992; Securities Litigation: Model Jury Instructions, Securities Litigation Committee, Subcommittee on Accounting Issues, Section on Litigation. American Bar Association, Washington. 1996. О спорах в области ценных бумаг в международном арбитраже и в третейских судах см.: *Arbitration Law in Europe*, International Chamber of Commerce. London. 1981; *Reisman Michael, Craig Laurence, Park William & Paulson Jon* International Commercial Arbitration: Cases, Materials and Notes on Resolution of International Business Disputes. Westbury. New York. The Foundation Press, Inc. 1997; *McCledon Stewart & Goodman Rosabel E. Everard* International Commercial Arbitration in New York. The World Arbitration Institute. New York. Transnational Publishers, Inc. 1993; *Sir Mustill Michael J. & Boyd Stewart C.* Commercial Arbitration. Butterworths. London. 1982; *Phillips John F* Arbitration: Law, Practice and Precedents. ICSA Publishing Cambridge. 1988. Все более часто в спорах акционеров и менеджмента компаний ими используются внесудебные (переговорные) методы разрешения споров, что, как правило, позволяет не только снизить издержки сторон, но и ускорить процесс рассмотрения споров. В США и Великобритании такие методы объединены термином – «альтернативное рассмотрение споров» (alternative dispute resolution). Подробнее см.: *Ertel Dany & Ferrara Ralph C.* Beyond Arbitration: Designing Alternatives to Securities Litigation. Butterworth Legal Publishers. London. 1991; *Alternative Dispute Resolution in Securities Disputes: Model Procedures.* Center for Public Resources, Inc. (CPR Legal Program to Develop Alternatives to Litigation). New York. 1991. О Законе США от 30 октября 1998 г. «Об альтернативном (судебном) рассмотрении споров» (The Alternative Dispute Resolution Act of 1998) См.: *Ackerman Jerome* The New Federal Alternative Dispute Resolution Act // *The Washington Lawyer* March/April 1999. P.28—31, 50. Об «альтернативном рассмотрении споров» в отношении ценных бумаг в Великобритании см.: *Roe Mark* Alternative Dispute Resolution in the UK // *PLC.* April 1994. P. 29—35.

Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам

Структура Комиссии. Комиссия была образована в соответствии с Разделом 4 (а) Закона 1934 г. Комиссией управляют пять человек («commissioners» или «members»), назначаемых Президентом США (после согласования кандидатур с Сенатом) на пятилетний срок. Из них Президент выбирает руководителя Комиссии. В Комиссии работает более 2500 сотрудников (на 1999 г.), включая юристов (более 42% персонала), бухгалтеров-аудиторов, следователей (расследуют нарушения законодательства о рынке ценных бумаг) и аналитиков фондового рынка. Комиссия имеет четыре региональных офиса и четыре департамента по направлениям: корпоративного финансирования (Corporation Finance), контроля за соблюдением законодательства (Enforcement), управления инвестициями (Investment Management), регулирования фондового рынка (Market Regulation)⁷⁰.

Отделы, работающие над проектами АДР. Департамент корпоративного финансирования отвечает за раскрытие корпоративной информации и регистрацию эмиссий ценных бумаг. Для регистрации выпуска АДА и по-

⁷⁰ Article by Freshfields, An Introduction to US Securities Laws. P. 1—2 (источник находится в библиотеке юридической фирмы «Фрешфилдс, Брукхаус, Деринджер» в Лондоне).

следующего контроля за вторичным рынком этих ценных бумаг внутри Департамента в 1972 г. был создан Отдел международного корпоративного финансирования (Office of International Corporate Finance).

Для подготовки и заключения соглашений о сотрудничестве с зарубежными органами, регулируемыми фондовые рынки («Memoranda of Understanding»), и координации исполнительного производства по делам о ценных бумагах за рубежом в Департаменте создан Отдел международных связей. В 1995 г. Департамент корпоративного финансирования подготовил Меморандум о техническом сотрудничестве, взаимопомощи и консультациях между Комиссией и Федеральной Комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ (далее – **ФКЦБ РФ**)⁷¹, подписанный 8 декабря 1995 г. Этот документ направлен на развитие российско-американского сотрудничества на рынке ценных бумаг⁷². Представители ФКЦБ РФ и Комиссии время от времени проводят встречи для обсуждения вопросов регулирования фондового рынка, а также АДР и еврооблигаций.

Полномочия Комиссии по Закону 1933 г. Разделами 20—26 Закона 1933 г. предусмотрено право Комиссии выступ-

⁷¹ После переименования ФКЦБ РФ стала называться Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.

⁷² По материалам, подготовленным аналитиком «Дан энд Брэдстрит СНГ» *Твердохлебовым Дмитрием* Dun & Bradstreet Handbook of Russia's Top Stocks. Winter, 1996.

пать истцом в федеральных судах по делам о нарушениях законодательства, а также уточняются вопросы подсудности, процедуры сбора доказательств. Закон 1933 года определил три категории штрафов, которые Комиссия вправе наложить на виновных лиц по решению соответствующего суда:

1. «штрафы первой очереди» (от 5000 до 50.000 долл. США);
2. «штрафы второй очереди» (50.000 долл., для физического лица и 250.000 долл., для юридического лица и партнерства (товарищества));
3. «штрафы третьей очереди», уплачиваемые за наиболее тяжкие проступки (100.000 долл. США для физического лица и 500.000 долл., для юридического лица и партнерства (товарищества))⁷³.

Нужно отметить, что в соответствии с Разделом 24 Закона 1933 г. нарушение законодательства о ценных бумагах США является уголовно наказуемым деянием и наказывается не только путем наложения штрафа, но и по усмотрению суда тюремным заключением.

Полномочия Комиссии по Закону 1934 г. В соответствии с Разделом 21 Закона 1934 г. Комиссия может проводить расследования нарушений Закона 1934 г. и актов Комиссии, принятых в его развитие. Лица, уклоняющиеся от дачи свидетельских показаний, а также не представившие по запро-

⁷³ Размеры штрафов указаны по состоянию на 2001 год, когда было издано первое издание настоящей книги.

су Комиссии документацию, по решению суда уплачивают 1000 долл., штрафа или приговариваются к лишению свободы на срок до одного года либо к первому и второму одновременно (Раздел 21 (с)).

Решением суда директор компании или лицо, занимающее в ней руководящую должность, виновные в нарушении Разделов 10 (b) или 12, могут быть отстранены от занимаемых должностей на определенный срок или бессрочно (Раздел 21 (d) 2)). Размер материальной ответственности лиц, виновных в нарушении Закона 1934 г. и правил Комиссии, установлен Разделами 21 и 21 (B) Закона 1934 г. (он в целом совпадает с объемом ответственности, предусмотренной в Разделе 20 (2) Закона 1933 г.).

Разделом 32 Закона 1934 г. установлена уголовная ответственность любого лица, ответственного «за предоставление ложных существенных сведений» в регистрационном заявлении (включая документы, подаваемые для регистрации в саморегулирующиеся организации профессиональных участников рынка ценных бумаг) и в формах периодической отчетности в виде штрафа, не превышающего 2,5 млн. долл., для юридических лиц и 1 млн. долларов для физических лиц. Последние также дополнительно могут быть приговорены к лишению свободы на срок до 10 лет.

Разделом 11A Закона 1934 г. установлено, что Комиссия обязана в своих актах регламентировать деятельность лиц, ведущих реестры ценных бумаг, фондовых бирж и автомати-

зированных торговых систем, клиринговых и расчетных организаций, хранящих информацию о сделках с ценными бумагами, и обеспечить должную защиту законных прав и интересов инвесторов на всех этапах их сделок с ценными бумагами. Комиссия обязана руководствоваться общественными (публичными) интересами («public interest»), пресекать любые нарушения и запрещать любые сделки, умаляющие права инвесторов и создающие угрозу национальному фондовому рынку.

Правила и инструкции. В соответствии с Разделом 19 Закона 1933 г. Комиссия уполномочена «принимать Правила (rules) и инструкции (regulations) о регистрации эмиссий ценных бумаг, формы регистрационных документов и проспектов („prospectuses“) выпуска ценных бумаг», а также «разрабатывать формы периодической отчетности и определять объем информации, включаемой в финансовые отчеты (балансы)»⁷⁴.

Комиссия принимает новые правила только после получения от участников фондового рынка комментариев на их первоначальный проект (публикуется в форме *релиза* – документа, в котором даются общий комментарий и текст правила).

Также Комиссия издает релизы-разъяснения

⁷⁴ См.: SEC's Rules of Practice, 17 C.F.R. (1990); *Karmel Roberta S. Implied Administrative Procedures*. P. 1—4 (документ получен в электронной форме из архива Американской ассоциации юристов, Группа по ценным бумагам).

(«interpretative releases»), содержащие комментарии к законам либо заявления о политике Комиссии по конкретному вопросу регулирования рынка ценных бумаг. Комиссия может публиковать релизы, содержащие информацию о принятых ею решениях, а также так называемые «концептуальные релизы» («concept release»), чтобы получить комментарии от участников рынка ценных бумаг о регулировании определенного сегмента фондового рынка⁷⁵.

Запросы и ответы. Инвесторы, компании-эмитенты и их консультанты могут обратиться в Комиссию с просьбой прокомментировать отдельные положения законодательства, а также их применение к конкретной сделке с ценными бумагами. Комиссия дает ответ на такие запросы в форме «письма об отказе от действий» («no-action letter») либо «письма-комментария» («interpretive» letter).

В первом излагается мнение Комиссии в отношении конкретной сделки (например, подлежит ли она регистрации в Комиссии или нет) либо конкретного инструмента (к примеру, является ли он ценной бумагой)⁷⁶. В «письме-комментарии» раскрывается позиция Комиссии по применению конкретной нормы законодательства о ценных бумагах к ситуации, описанной запрашивающим лицом. По сло-

⁷⁵ ADR Concept Release at 56 Fed. Reg. 24428 (May 30, 1991).

⁷⁶ Lemke T. The SEC No-Action Letter Process. P. 7—8 (документ получен в электронной форме из архива Американской ассоциации юристов, Группа по ценным бумагам).

вам Томаса Лемке, с 1970 г. «письма об отказе от действий» и «письма-комментарии» подлежат обязательному опубликованию и «являются важным источником информации о позиции Комиссии по различным вопросам правоприменительной практики»⁷⁷.

Борьба с нарушениями законодательства о ценных бумагах. Комиссия также наделена полномочиями проводить расследования нарушений законодательства о рынке ценных бумаг⁷⁸, налагать штрафы на лиц, виновных в таких нарушениях, в порядке дисциплинарного производства⁷⁹, а также «при наличии достаточных оснований» возбуждать уголовные дела в отношении указанных лиц в федеральных судах⁸⁰.

Бюджет Комиссии. Комиссия имеет в своем распоряжении солидные денежные средства для осуществления эффективной работы. В 1997 г. Конгресс США выделил ей более 300 млн. долл., из федерального бюджета (Раздел 35 Закона 1934 г.). Дополнительно бюджет Комиссии пополняется за счет ежегодных сборов, равных 1/300 одного процента от общей суммы сделок, совершенных участниками

⁷⁷ По сведениям Брэндона Гордона, только с 1971 по 1996 г. Комиссия приняла более 55.000 «писем об отказе от действий».

⁷⁸ Securities Act, Sec. 8 (e), 15 U.S.C. Sec. 77h (e) (1988); SEA Sec. 21 (a), 15 U.S.C. Sec. 78u (a) (1988).

⁷⁹ Securities Exchange Act, 15 (b) (4), (bX6) and (c) (4), 15 U.S.C. 78o (h) (4), (b) (6) and (c) (4) (1988); Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Pub. L. No. 101 – 429, 104 Stat. 931 (Oct. 15, 1990).

⁸⁰ Securities Act 20, 15 U.S.C. 77t (1988); SEA 21 (d), 15 U.S.C. 78u (d) (1988).

СРО на внебиржевом рынке (за исключением сделок с облигациями и долговыми обязательствами) (Раздел 31 Закона 1934 г.).

Законы «голубого неба»

Разграничение сферы применения федерального права о ценных бумагах и права штатов. Регулирование рынка ценных бумаг прямо не закреплено в Конституции США ни за федерацией, ни за штатами. Отчасти это обусловлено тем, что во время принятия Конституции США, фондовый рынок был малоразвит – ценные бумаги продавали в аптеках и кофейнях, а затем и на специально отведенных торговых площадках⁸¹. Однако в соответствии с так называемой «торговой оговоркой» к ст. 1 (раздел 8) Конституции США, Конгресс наделен правом принятия «законодательства о предпринимательской деятельности, возникающей между США и иностранными государствами», а также «между двумя и более штатами в ходе торговли между штатами» («interstate

⁸¹ Первая в США фондовая биржа возникла в 1791 г. в Филадельфии. В 1792 г. 24 нью-йоркских брокера, работавшие с финансовыми инструментами и заключавшие сделки, как и их лондонские коллеги, в кофейнях (самая известная – кофейня «Тонтин»), подписали «соглашение под платаном» (Buttonwood Agreement) о создании Нью-Йоркской фондовой биржи. Основными положениями данного соглашения были заключение сделок только между членами фондовой биржи и фиксированный размер комиссионных (последнее положение было отменено лишь в 1975 г.). См.: The Principal Stock Exchanges of the World. Their Operations, Structure and Development. // Ed. by Spray D.E., Washington, 1964.

commerce»). Данная статья Конституции легла в основу разграничения компетенции федерации и штатов в области регулирования рынка ценных бумаг.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.