

## *Дмитрий Анатольевич ГЛАЗУНОВ*

**ЭТО БЫЛА ЖИВАЯ МАТЕРИЯ,  
КОТОРАЯ СОЗДАВАЛАСЬ  
НА НАШИХ ГЛАЗАХ,  
ПРИ НАШЕМ УЧАСТИИ**



Первое моё знакомство с рынком ценных бумаг произошло во время работы в адвокатской фирме «Монастырский, Степанов и партнёры», ставшей позже адвокатским бюро. Там мне, ещё студенту, пришлось впервые столкнуться с вопросами, связанными с правоприменением на этом рынке, пытаться разрешить проблемы, возникающие у частных клиентов, совершающих те или иные фондовые операции. Незадолго до этого был принят Закон «О рынке ценных бумаг», появилось много революционных для того времени актов Федеральной комиссии, и поэтому работы у нас было достаточно, непонимание у клиентов, как им делать, было серьёзное. В частности, тогда начали пропагандировать бездокументарные векселя, к счастью, не прижившиеся, мне тоже приходилось разбираться, с ними работать, впрочем практика показала их нерентабельность.

Потом была работа в Федеральной фондовой корпорации (её президентом была Александра Юрьевна Левицкая, сменившая Александра Николаевича

**1996 –**  
окончил Московский государственный институт международных отношений МИД РФ по специальности «Правоведение» (1996 год).  
Прошёл обучение в аспирантуре кафедры Международного частного и гражданского права МГИМО МИД России;

**1994–2000 –**  
юрист в юридической службе Московского международного центра предпринимательства и права;

фирма «Монастырский, Степанов и партнёры»;

**1998–2000 –**  
главный юрисконсульт Федеральной фондовой корпорации;

**2000–2004 –**  
член ФКЦБ России;

**2004–2014 –**  
управляющий партнёр АБ «Линия права»;

**2014 – наст. время –**  
партнёр, руководитель практики банковского и финансового права, рынков капитала Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнёры»

Семеняку), активной участнице рынка ценных бумаг. В состав её учредителей входили 24 организации: Российский фонд федерального имущества (54% уставного фонда), территориальные фонды имущества, региональные аукционные центры, а также активно работающие на рынке ценных бумаг инвестиционные институты. ФФК имела статус генерального агента РФФИ по проведению межрегиональных и всероссийских специализированных аукционов.

В том же здании, что и ФФК, располагалась другая важная для истории рынка ценных бумаг организация — АО «АК&М» («Анализ, Консультации и Маркетинг»), ставшая первым участником рынка, предложившим и внедрившим на практике внебиржевую систему котировок акций.

Активно ФФК торговали и акциями Газпрома. Тогда существовало два рынка этих бумаг — внутренний и внешний, между ними многие участники делали арбитраж. Существовал ряд схем, позволяющих получать достаточно большую прибыль на разнице ликвидности акций, предназначенных для российских резидентов и иностранцев. Среди наших задач, было выяснение рисков, с которыми эти схемы были сопряжены и объяснение нюансов клиентам. Некоторые из них были законными формально, но по духу не вызывали доверия...

Уже имея первый юридический опыт, я познакомился с И. В. Костиковым и Г. И. Колесниковым. К тому моменту 1 февраля 2000 года Игорь Владимирович возглавил ФКЦБ, а Геннадий Исаакович был у него помощником (в июле 2000 года он станет заместителем председателя ФКЦБ; а с октября 2003 года — первым заместителем председателя).

Игорь Владимирович оказался в комиссии в чужом, можно сказать, даже во враждебном окружении, и ему нужна была помощь и кадровое подкрепление для реализации своих, казавшихся тогда радикальными, идей. Он обратился к нам. Я как практикующий юрист давал советы, как лучше оформить в существующем правовом поле его идеи. Где необходимо было внести изменения в законы, а где можно было обойтись меньшей кровью, добившись искомого через указы и ведомственные решения. В феврале и марте наши встречи происходили практически в ежедневном режиме.

Помню, в частности, следовало решить вопрос, как без внесения изменения в Закон «О рынке ценных бумаг» изменить число членов ФКЦБ с 6 до 11. В результате сделано это было через принятие соответствующего указа Президента РФ.

Это была не прихоть нового председателя, ему нужно было, чтобы каждый приглашённый им на работу зам курировал только одно важное направление, ранее же каждый из них прикрывал сразу несколько позиций.

Игорь Владимирович был человеком активным и с большой кадровой интуицией. Видимо, главным критерием его выбора была схожесть кандидата с ним по энергетике. Но конечно, профессионализм был на первом месте. В конце концов после получения опыта совместной работы мне было сделано предложение прийти на работу в комиссию, я не был против этого.

27 апреля 2000 года распоряжением премьер-министра РФ В. В. Путина я был назначен членом ФКЦБ... седьмым.

При этом за пару месяцев произошла кардинальная смена состава комиссии — большинство прежних заместителей либо ушли сами, либо после непродолжительной борьбы новый председатель добился их увольнения.

Но работа предстояла интересная — перед Костиковым стояла задача ревизии всего, что было сделано до него, ведь он предлагал новую концепцию развития рынка ценных бумаг.

Тогда, кстати, возник вопрос, в чём разница между членами ФКЦБ и заместителями председателя ФКЦБ. Фактически её не было, различия между ними фиксировались только кругом полномочий.

Мне поручили заниматься корпоративными отношениями и контролем за эмиссионной деятельностью эмитентов. По тем временам это было одно из самых скандальных направлений, но с другой стороны, одно из самых интересных — моя работа была не столь типизирована и регламентирована, как, например, лицензионная. Это была живая материя, которая создавалась на наших глазах, при нашем участии. Именно тогда происходило становление хозяйственных отношений на базе нового Закона «Об акционерных обществах» и других только появившихся регламентирующих документов.

Костиков считал, что ФКЦБ должна обладать значительно большими полномочиями, он хотел придать ей правоохранительные функции, вплоть до того, чтобы она могла заниматься дознаниями

по уголовным делам, связанным с фондовым рынком. В качестве примера он приводил американскую комиссию. Кстати, эта идея не умерла и её периодически поднимают на щит, ведь в целом ряде случаев функций не хватает для эффективного регулирования. Взять хотя бы борьбу с использованием инсайдерской информации, манипулированием рынком.

11 января 2001 года Костилов организовал в стенах ФКЦБ собрание представителей силовых ведомств: ФСБ, Генпрокуратуры и Федеральной службы налоговой полиции (ФСНП). Им было предложено принять участие в регулировании российского рынка ценных бумаг. Дело в том, что в ряде случаев полномочий у комиссии не хватало, чтобы урегулировать ситуацию, и нужна была координация с организациями, имеющими карательные функции.

На этой встрече было положено начало сотрудничеству с силовыми ведомствами. Такие контакты продолжались и в дальнейшем, что серьёзно помогало нам решать сложные вопросы.

К тому же сотрудники этих органов плохо представляли, что такое рынок ценных бумаг, а им всё чаще приходилось сталкиваться с типичными нарушениями, совершаемыми на нём. Наше законодательство для них оказалось чрезвычайно сложным, и стояла задача повысить их компетентность. Мы провели целую серию консультаций специалистов, которым пришлось заниматься следственной деятельностью в нашей области. Тем более что правоохранительные органы использовались в своих целях влиятельными участниками фондового рынка для своих целей. Однажды наше здание на Ленинском проспекте окружили люди в камуфляже, выяснилось, что кто-то пытается таким образом добиться то ли регистрации эмиссии акций, то ли решить вопрос с отменой эмиссии у своего противника.

Часто нашего председателя обвиняют, в том, что он фактически лишил полномочий экспертный совет ФКЦБ и СРО — саморегулируемые организации фондового рынка (НАУФОР, ПОРТАЛ и др.). Но Игорь Владимирович был сторонником жёсткого регулирования, считая, что порой это делать необходимо в ручном режиме. В каждую ситуацию, прекрасно зная нюансы, он погружался сам. В этой системе существование СРО, несущих значимую нагрузку в регулировании, противоречило политике Игоря Владимировича.

То есть он шёл против течения, нарушая договорённости, достигнутые сообществом на рынке ценных бумаг при его предшественни-

ке — Дмитрию Валерьевиче Васильеве. Решать вопросы Костикову помогал колоссальный мандат доверия со стороны Администрации Президента РФ, по крайней мере, первые два года.

Экспертный совет при нём был органом чисто формальным, членство в СРО стало необязательным, а их функции — консультативными.

Это было продемонстрировано всем уже 5 мая 2000 года, когда было проведено первое после реорганизации заседание Экспертного совета. Участники рынка и руководители саморегулируемых организаций написали Костикову письмо с просьбой перенести экспертный совет на любое другое время. Но вопреки их просьбам новый председатель был непреклонен.

Был создан иной механизм взаимоотношения с участниками рынка. Я, например, постоянно организовывал встречи с представителями эмитентов, мы регулярно рассылали касающиеся их проекты документов для обсуждения. В первое время, когда сайта ФКЦБ в его нынешнем понимании не было, делалось всё это простой рассылкой. Вокруг нас образовался неформальный совет. Особенно помогали «Сургутнефтегаз», «Русал», ЛУКОЙЛ, холдинг «Уральские машиностроительные заводы» (УМЗ) Кахи Бендукидзе и некоторые другие компании. Они привлекали консультантов, юристов, аналитиков и всегда откликались на наши просьбы, обсудить тот или иной вопрос, проработать какой-либо документ.

Сразу же мы начали работать над разработкой сайта. И он при нас был создан — на нём вывешивались все проекты разрабатываемых документов, была налажена система приёма замечаний и реагирования на них.

Все были в курсе дел коллег, на еженедельных оперативках каждый член комиссии докладывал, что было сделано за отчётный период для совершенствования работы российского фондового рынка, что планируется сделать. Игорь Владимирович принимал в обсуждении всех этих вопросов активное участие, делая при этом профессиональные замечания и поправки даже по мелким вопросам.

Детально разбираясь во всех тонкостях регулирования фондового рынка, он знал, что хочет в конце концов получить. Погружаясь глубоко во все темы, он давал нам очень подробные указания, заранее зная, как надо действовать, ни минуты не сомневаясь в своей правоте. Вся деятельность нашего коллегиального органа должна была

быть подчинена реализации идей председателя. Таким образом ФКЦБ в этот период была органом с чётким вертикальным управлением. Вес голоса руководителя в нашем формально коллегиальном органе перевешивал все остальные.

### Корпоративные выяснения отношений

Конечно, и тогда было много корпоративных конфликтов, появившихся по причине многочисленных белых пятен в законодательстве, ввиду того, что многие вопросы по-разному трактовались, отношения сложились на рынке непростые. Всё это осложнялось ещё и тем, что практически не было судебной и правоприменительной практики на нашем рынке.

Костиков был не простым творителем новой нормативной базы, он был уверен, что рынком надо руководить в ежедневном режиме, вмешиваясь в конфликтные ситуации.

С первых дней мне пришлось заниматься их расшивкой, так что направление было боевое.

Прежде чем принять решение, надо было разобраться, какие нарушения допущены, кто их допустил и по какой причине. При этом чаще всего нарушения были с обеих сторон. Повторю, степень развития законодательства на рынке ценных бумаг тогда была примитивной, пробелов оставалось много.

Были случаи проведения двойных собраний, появления двух и более регистраторов акций одного и того же эмитента. Часты были обращения к регулятору с просьбой остановить действие того или иного регистратора якобы из-за незаконности его действия. Но по причине несовершенства законодательной базы мы ничего не могли сделать.

Когда я пришёл на работу в комиссию в разгаре было выяснение отношений в «Сургутнефтегазе» (началась история ещё при Дмитрие Васильеве). Пикантность ситуации придавало то, что туда ушёл работать мой коллега по ФКЦБ Александр Синенко. Разговор был о дивидендах, которые компания должна или не должна была выплачивать акционерам.

Зампредседателя ФКЦБ А. С. Колесников, оставшийся от старой команды, отстаивая прежнюю концепцию направил в мае руководителю Аппарата Правительства Дмитрию Козаку письмо с резкой критикой политики, проводимой новым шефом ФКЦБ, ставя под сомнение законность регистрации эмиссии Сургутнефтегаза.

Однако Костиков принял принципиальное решение, с которым согласился эмитент (предшественник занимал, к неудовольствию генерального директора Б.Л. Богданова, противоположную). Скандала удалось избежать.

Отдельно стоит рассказать про операции с консолидацией акций, ставшей одним из основных способов избавления от мелких акционеров.

По этому вопросу тоже была дырка в законодательстве, и его можно было интерпретировать по-разному.

Таким образом, возник конфликт вокруг «Северной нефти», когда бывшему замминистра финансов Андрею Вавилову путём проведения дополнительной эмиссии акций «по закрытой подписке» удалось «обидеть» сразу нескольких акционеров компании, в том числе и два государственных предприятия — «Зарубежнефть» и «Ухтанефтегазгеологию», а также компанию ЛУКОЙЛ. Их доля в капитале компании уменьшилась в 10 раз!



Фото Сергея Авдеевского

*Председатель совета директоров нефтяной компании  
«Северная нефть» А. П. Вавилов*

В сентябре 2000 года новые хозяева увеличили номинальную стоимость одной акции уже в 42,9 млн раз. Раньше уставный капитал «Северной нефти» состоял из 858 млн акций стоимостью в 1 рубль, по после ловкой операции осталось лишь 20 акций стоимостью 42,9 млн рублей каждая.

Парадокс заключался в том, что мы на базе существующего тогда законодательства отменить эти решения, называемые «консолидацией акций» не могли.

Зампред ФКЦБ Дмитрий Глазунов недавно заявил, что его ведомство собирается законодательно утвердить запрет на такую «консолидацию акций», при которой более крупные акционеры избавляются от мелких.

*Никифоров Пётр. Кто поможет акционеру? // Комсомольская правда. 08.12.2000.*

Ряды миноритарных акционеров, протестующих против проводимой нефтяными холдингами консолидации акций «дочек» для перехода на единую акцию, продолжали пополняться. Проблемы по этой части уже имели «ЮКОС», ТНК, «Сибнефть», «ОНАКО».

Они все консолидировали активы по одной и той же схеме. Холдинг, основываясь на оценке активов, участвующих в сделке, определял коэффициенты обмена, которые объявлялись лишь на собрании акционеров. Часть миноритарных акционеров «дочек» не соглашались с предложенными условиями обмена, считая свои интересы ущемлёнными. По этой причине многие из них в обмене участия не принимали.

Именно так, в частности, обстояло дело в Ангарской нефтехимической компании (АНХК), которую контролировал «ЮКОС».

В марте процесс консолидации акций стартовал в «Сибнефти» – в результате нефтекомпания полностью вытеснила миноритариев из дочерних предприятий. Интересно, что в Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ) утверждали, что комиссия зарегистрировала консолидационную эмиссию Сибнефти буквально против собственной воли. Зампредседателя ФКЦБ Дмитрий Глазунов говорил, что, по мнению комиссии, реструктуризация компании существенно ущемляла права мелких акционеров. Вместе с тем господин Глазунов признал, что сделка полно-



стью соответствует действующему законодательству, и лишь посетовал на его несовершенство.

*Бутрин Дмитрий, Сапожников Пётр. Деньги решили всё // Коммерсантъ-Деньги. 26.12.2001.*

ФКЦБ заявила о намерении законодательно утвердить запрет на консолидацию акций. По словам члена ФКЦБ Д.А. Глазунова, соответствующие изменения уже были к тому моменту внесены в Законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах», которые находились на согласовании в Госдуме.

Дмитрий Глазунов также отметил, что в результате консолидации акций миноритарных акционеров лишают возможности быть акционерами, так как сейчас не существует нормативных ограничений на коэффициент конвертации. «В последнее время целому ряду компаний ФКЦБ РФ не зарегистрировала выпуски акций путём консолидации», — отметил Дмитрий Глазунов.

*ФКЦБ стремится законодательно утвердить запрет на консолидацию акций // Strana. ru. 29.11.2000.*

Логичным периодом развития рынка стало развитие механизмов защиты миноритариев. В начале 2000-х годов этот процесс только начинался.

С 1 января 2002 года мы смогли провести новую редакцию закона об АО, запрещающую подобные операции.

Следует сказать, что постоянные конфликты, в каждый из которых приходилось вмешиваться, разбираться, кто прав, кто виноват, выковывали понимание, какие изменения нужно внести в законодательные акты.

В 2001–2003 годах вышло много актов комиссии, был сделан ряд важных поправок в Законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах».

Естественно мы отработывали практику применения норм уже существовавших: в первую очередь, нормы о преимущественном праве при эмиссии (в случае открытой или закрытой подписки). Теперь если кто-то из миноритариев не голосовал на собрании или не присутствовал на нём, он имеет преимущественное право приобретения акций. Тем, у кого было меньше одной акции, полагалась компенсация. Вопрос стоял — по какой цене.

Уже при председателе ФСФР О.В. Вьюгине появился институт принудительного выкупа, вошедший в Закон «Об акционерных обществах». У акционера с пакетом акций свыше 95% появилось право предъявлять к обязательной продаже ему акций миноритариями. Даже без их согласия. Сейчас этот механизм действует и в большей степени нарушает права миноритариев, чем в случае консолидации.

Но сделано это было с оглядкой на опыт европейского регулирования.

### Раскрытие информации, корпоративное управление

Инструментарием, в первую очередь необходимым для защиты акционеров, стала новая система раскрытия информации. Нами были подготовлены Стандарты эмиссии и Положение о раскрытии информации, которые мы время от времени перерабатывали, поэтому некоторые вопросы, не раскрытые в Законе «О рынке ценных бумаг» можно было разрешать.

Заручившись поддержкой правительства по ужесточению ответственности руководителей компаний за непредоставление информации, 28 февраля 2001 года мы в ФКЦБ на открытом заседании вместе с представителями биржи, инвесторами и эмитентами обсудили, какую финансовую информацию, кому и в какие сроки должны предоставлять эмитенты.

Раскрытие информации эмитентами регулировалось Законами «О рынке ценных бумаг» и «О защите прав инвесторов», а также постановлениями ФКЦБ. Но разобраться в этом «компоте» было довольно сложно. Постановления ФКЦБ создавались в разное время, в итоге возникали внутренние противоречия. Зачастую одни нормативные акты напрямую противоречили другим. Так, например, эмитент обязан был представлять в комиссию информацию об одном и том же событии, регулируемом разными постановлениями, в разные сроки. Или выпуская АДР, компании предоставляли отчётность и по западным стандартам, и по российским — для внутреннего пользования.

Эмитентам очень не понравилось, что ФКЦБ планирует ужесточить санкции за несоблюдение норм по раскрытию информации и ввести уголовную ответственность в отношении руководителей компаний. Ведь

информация, в частности по квартальной отчётности, зачастую задерживается не по злому умыслу, а по объективным причинам: она должна быть утверждена советом директоров. «Иностранцы, входящие в совет директоров, голосовали против (предоставления информации в требуемом объёме), — говорит Максим Казанцев из «ЮКОСа». — Им непонятно, зачем это нужно».

*Мазурин Николай. Все хотят знать всё // Ведомости. 01.03.2001.*

Нам нужна была система раскрытия информации, а не система сдачи отчётности.

Мы перелопатили структуру ежеквартальных отчётов, состав и структуру проспектов эмиссии ценных бумаг. Была урегулирована проблема информирования акционеров о дивидендной политике, так как в 1990-е годы не существовало обязательных требований для акционерных обществ по предоставлению такой информации акционерам. Включение информации о дивидендной политике в ежеквартальный отчёт акционерного общества, проспект эмиссии акционерного общества и другие документы стали обязательны.

20 марта 2002 года, в преддверии сезона годовых собраний, Экспертный совет ФКЦБ одобрил проект постановления, дополняющего нормы закона об АО в части проведения отчётно-выборных собраний.

Принятие этого документа позволяло избежать таких нарушений, как одновременное проведение двух собраний в разных местах с отличным составом акционеров, недопуск акционеров на собрание, фальсификация итогов голосования и нарушение процедуры их подведения, нарушения при подсчёте голосов по представленным бюллетеням и др. Этот документ детально регламентировал целый ряд процедурных вопросов и уделял особое внимание документам собрания. В частности, в постановлении впервые были прописаны чёткие требования к структуре годового отчёта, который раньше составлялся каждым обществом так, как посчитает нужным менеджмент. Также он содержал дополнительные требования к содержанию бюллетеней для голосования, протоколов общего собрания и счётной комиссии об итогах голосования.

В конце 2002 года были приняты поправки в Законы «О рынке ценных бумаг» и «О некоммерческих организациях», они вступали

в силу 5 июля 2003 года и ужесточали требования к раскрытию информации эмитентами. Ранее перечень раскрываемой информации в проспектах эмиссии и ежеквартальных отчётах содержался в положениях комиссии, теперь он был зафиксирован в законе. В частности, эмитентам стало необходимо раскрывать финансовую информацию за пять лет, предшествующих дате утверждения проспекта (до этого требование составляло три года). Сводную бухгалтерскую отчётность с учётом показателей дочерних и зависимых компаний эмитент стал обязан раскрывать за три года до утверждения проспекта (ранее — за год). Кроме того, обновлённым законом был установлен ряд отсутствовавших ранее требований. Так, эмитенты теперь предоставляли сведения о заключённых за последние пять лет сделках, в совершении которых имелась заинтересованность, сведения о возможном изменении доли участия акционеров в уставном капитале эмитента в результате размещения бумаг. Аналогичный объём информации, за исключением сведений об условиях размещения, раскрывался теперь в составе ежеквартального отчёта эмитента.

В конце июня 2003 года ФКЦБ утвердило новые Стандарты эмиссии ценных бумаг. Дело в том, что поправки противоречили старым стандартам. Новые же были разработаны на основе принципиально иного подхода, ключевую роль в котором играло обеспечение надлежащего уровня защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг.

Впервые за всю историю развития фондового рынка России правила и нормы, регулирующие выпуск и обращение корпоративных ценных бумаг, были собраны в одном документе, расположены в логической последовательности и увязаны между собой (раньше они существовали в четырёх отдельных постановлениях). Представляя собой кодифицированный сборник (кодекс), стандарты стали ещё одним шагом вперёд в направлении защиты прав инвесторов на отечественном рынке ценных бумаг.

Стандарты устанавливали чёткую последовательность действий, составляющих процедуру эмиссии ценных бумаг, определяли допустимые способы размещения ценных бумаг, содержали детальные и подробные правила размещения бумаг по каждому из допускаемых способов, что делало процедуру эмиссии ценных бумаг более прозрачной и сводящей к минимуму возможные злоупотребления в ходе эмиссии.

Надлежащий уровень защиты интересов инвесторов достигался в том числе посредством закрепления в стандартах норм, исключаяю-

щих конфликт интересов андеррайтеров и иных лиц, участвующих в размещении ценных бумаг. Нормы стандартов, предусматривали чёткое разделение видов деятельности на фондовом рынке при подготовке и осуществлении эмиссии ценных бумаг, были направлены на предотвращение использования инсайдерской информации и манипулирования ценами. Стандарты также обобщали опыт, накопленный ФКЦБ России и её региональными отделениями при осуществлении функций по государственной регистрации выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг. Стандарты распространялись на все юридические лица, которые осуществляли эмиссию корпоративных ценных бумаг в России и регулировали эмиссию всех видов российских корпоративных ценных бумаг.

Среди наиболее принципиальных новелл новых стандартов было изменение подхода к определению цены размещения ценных бумаг. Новые стандарты позволяли устанавливать порядок определения цены размещения бумаг не только в виде формулы, но и путём указания на то, что цена будет определена советом директоров АО эмитента в течение установленного срока, но не позднее даты начала размещения. При этом устанавливался порядок раскрытия информации о цене, определённой таким способом. Указанный подход позволял эмитенту гибко реагировать на изменение рыночных условий и определять цену размещения ценных бумаг непосредственно перед выходом на рынок.

Вслед за стандартами специалистами ФКЦБ был разработан второй документ — Постановление о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг эмитентами — кодифицированный акт, который вобрал в себя все ранее существовавшие разрозненные нормы по раскрытию информации, содержащиеся в ряде других постановлений и положений ФКЦБ. Оно вступило в силу 13 октября 2003 года, и эмитентам стало намного удобнее работать: положение было значительно более прозрачно и понятно.

Оно чётко фиксировало момент появления информационного сообщения о существенном событии — в течение одного дня. При этом оно должно было выйти на лентах уполномоченных информ-агентств до 10 утра. До этого момента разглашение информации было запрещено, иначе мы могли рассматривать её неправомерное использование. К процессу раскрытия информации были привлечены и финконсультанты. Эмитент должен был отправлять каждое сообщение, которое публиковал, своему консультанту, ко-

торый стал проверять его на соответствие требованиям законодательства.

Наказание же за нарушение норм положения могло быть очень жёстким. Помимо штрафа (от 4 тыс. рублей с должностного лица до 40 тыс. с компании) или отказа в регистрации выпуска новых бумаг это могла быть и уголовная ответственность. Ранее были приняты поправки в Уголовный кодекс, устанавливающие наказание за непредоставление информации либо за её неверное предоставление.

Действие нового положения о раскрытии информации, кстати, не было распространено на кредитно-финансовый сектор. Хотя требования этого документа относились ко всем юридическим лицам — эмитентам ценных бумаг, в том числе и банкам. Несмотря на это, в Банке России считали, что банки должны выполнять лишь постановления ЦБ, а нормативные акты ФКЦБ для них не обязательны.

Два эти документа стали принципиально новыми нормативными актами как для корпоративной практики, так и для рынка ценных бумаг в сфере эмиссионной деятельности. Они представляли собой кодексы, которые регулировали весь спектр отношений в соответствующих отраслях фондового рынка России и практику эмиссионной деятельности.

### **Депозитарные расписки**

Американские депозитарные расписки (АДР) и другие виды подобных ценных бумаг в начале 2000-х годов были одним из основных способов привлечения иностранных инвестиций в Россию. Законодательство США, прежде всего Федеральный закон США «О ценных бумагах» 1933 года, запрещало торговать у себя в стране иностранными акциями. Поэтому чуть ли не единственным способом для российской компании выйти на самый крупный в мире рынок капитала был выпуск АДР, которые предоставляли их собственникам право владеть через посредников определённым количеством российских акций. «Вымпелком» и МТС к началу 2000 года смогли привлечь таким образом сотни миллионов долларов.

Поэтому выпуск депозитарных расписок многие российские эмитенты рассматривали как эффективный механизм привлечения дополнительных инвестиций. В то время российский рынок ценных бумаг, к сожалению, характеризовался высокими рисками, и многие

инвесторы не хотели вкладывать средства напрямую в российские ценные бумаги.

Однако депозитарные расписки были весьма специфическим инструментом, подходящим далеко не для всех эмитентов. К тому же российскими АДР занимались в основном пять иностранных банков. Очевидно, что возможности манипулирования условиями выпуска и размещения АДР у них были достаточно высокими.

С приходом И. В. Костикова ФКЦБ взяла курс на регулирование выпусков депозитарных расписок на акции российских компаний. Удачным поводом стал разгоревшийся летом 2000 года скандал вокруг выпущенных Bank of New York (BoNY) АДР на акции ПАО «ЕЭС России» — договор между BoNY и ПАО «ЕЭС» предусматривал передачу права голоса по АДР, владельцы которых не прислали инструкций по голосованию, менеджменту ПАО. Оказалось, что такие пункты содержали договоры BoNY с большинством эмитентов.

Сергей Глазьев: Я хочу привести только один пример, но пример очень характерный. Выясняется, что в нашей ведущей энергетической корпорации ПАО «ЕЭС» более 20 % так называемых зарубежных акционеров — это, по сути дела, не те акционеры, которые реально пытаются участвовать в управлении компанией и отстаивать свой интерес как собственников. А это печально известный своей вовлечённостью в разного рода скандалы BoNY, который от имени владельцев депозитарных расписок действует, как мы видим по итогам голосования в соответствии с линией менеджмента ПАО «ЕЭС России».

Депозитарные расписки как путь к инвестициям // Независимая газета. 26.12.2000.

Для меня как практикующего юриста не до конца было понятно, как воплощать в жизнь депозитарные расписки. Это не сочеталось с Законом «О рынке ценных бумаг» и другими регулирующими документами.

Первой проблемой было, как учитывать ценные бумаги, являющиеся базовым активом для выпуска этих документов. Вторая вытекала из первой и была связана с реализацией прав голоса по акциям, являющимся базовым активом депозитарных расписок.

Российское законодательство предусматривало всего два возможных варианта ведения учёта прав на российские ценные бумаги. Либо банк, выпускающий депозитарные расписки, должен был

выступить в реестре эмитента как собственник этих ценных бумаг со всеми вытекающими последствиями (на бумаги в этом случае могло быть обращено взыскание по его собственным обязательствам, наложен арест и т.д.). Либо этот банк должен был стать номинальным держателем ценных бумаг и по Закону «О рынке ценных бумаг» иметь выданную нами лицензию профессионального участника рынка бумаг, а также по требованию эмитента обеспечивать раскрытие информации о владельцах депозитарных расписок.

По существу, речь шла о комплексе отношений, регулируемых на стыке двух законодательств: с одной стороны, российского, а с другой — например, американского (или иного законодательства в зависимости от банка-депозитария).

Проблема становилась особенно острой в период проведения корпоративных мероприятий эмитента (общих собраний, выплаты дивидендов и т.д.). Поскольку реестру была не доступна информация о владельцах депозитарных расписок, они, по существу, лишались прав, которые предоставляли ценные бумаги, лежащие в основе расписок (например, не могли участвовать в голосовании на общих собраниях эмитента).

Вопрос был чрезвычайно важным, ведь американский рынок производных ценных бумаг (АДР) на акции крупнейших российских корпораций по объёмам в несколько раз превышал обороты российских бирж. Иными словами, значительная часть долговых обязательств флагманов нашей экономики обращалась вне рамок российского законодательства.

Следовало что-то делать, менять или вносить изменения в закон. Но Игоря Владимировича сроки, требующиеся на такие преобразования, не устраивали. Изменения надо было согласовать в заинтересованных ведомствах, в первую очередь, в Минфине, Минэке и Банке России, утвердить в правительстве, провести через Думу... Тем более что в парламенте нашем расклад сил был не таким, как сейчас, за конечный результат ручаться было нельзя.

Костикову хотелось ускорить процесс. Использовать все возможности для работы на подзаконном уровне были им использованы. Вопрос о регулировании использования депозитарных расписок, в частности, был решён принятием соответствующих документов комиссии. Этот путь имел спорный характер, но, встретив жёсткий отпор регулятора, желающих оспаривать это решение не оказалось.



16 октября 2000 года мы инициировали проведение парламентских слушаний на тему «Совершенствование законодательства по защите прав инвесторов с учётом практики выпуска производных бумаг на акции российских предприятий». Они стали первым шагом к практическим переменам в регулировании этого сектора (АДР). Основным предметом слушаний стали две проблемы — защита прав иностранных держателей ADR от посягательств со стороны менеджмента компаний и монополизация рынка.

После этого по инициативе И. В. Костикова была создана рабочая группа из представителей крупнейших иностранных банков-депозитариев, участвующих в программах выпуска депозитарных расписок на акции российских эмитентов: Bank of New York, Chase Manhattan Bank, ING Barings, Morgan Grenfell, Citibank, ABN AMRO Bank, GP Morgan, Deutsche Bank, Brunswick Warburg. К ним присоединились международные юристы, как правило, сопровождающие такие сделки.

Группа два месяца собиралась регулярно, обсуждение было конструктивным, высказывались различные точки зрения, и в результате появился документ, в котором нашло отражение единое мнение всех её участников, были выработаны предложения по изменению законодательства.

Несколько месяцев проект приказа обсуждался в таком составе, работа проходила конструктивно, в результате были подготовлены поправки к законодательству, в соответствии с которыми банку-депозитарию — эмитенту депозитарных расписок — придавался статус специального держателя.

За обсуждением этого вопроса внимательно следил Игорь Владимирович, постоянно принимая участие в нахождении решения. Все знающие его понимали, что если у него сформировалось видение решения проблемы, то от своей идеи он вряд ли откажется.

Участники рабочей группы сошлись во мнении, что для учёта АДР целесообразно ввести новый тип счёта, имеющий специальный режим: так называемый счёт квалифицированного иностранного держателя (КИД). Этот счёт стали в дальнейшем открывать только иностранным юридическим лицам, осуществляющим учёт прав на ценные бумаги в пользу третьих лиц, либо нерезидентам, специально назначенным такими иностранными держателями для учёта этих прав.

Таким образом появилась возможность, с одной стороны, не раскрывать информацию о владельцах депозитарных расписок, выпу-

ценных на бумаге, а с другой — предоставлять владельцам расписок право участвовать в собраниях акционеров компаний-эмитентов, путём внесения информации о них в реестр.

Комитет Госдумы по кредитным организациям и финансовым рынкам разработал проект Закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральные законы “О рынке ценных бумаг” и “Об акционерных обществах”». Документ ограничивал возможности иностранцев выпускать и торговать АДР российских компаний без ведома ФКЦБ.

В конце концов возник дополнительный регуляторный элемент — все российские эмитенты, желающие работать с депозитарными расписками, стали с начала 2001 года получать соответствующее разрешение ФКЦБ, которого ранее не требовалось.

Постановление «О порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме депозитарных ценных бумаг» было одобрено 27 февраля 2001 года на заседании ФКЦБ. Теперь мы стали требовать предоставить на русском языке нотариально заверенный раздел депозитного соглашения, регулирующий права владельцев расписок, которыми они обладают в соответствии с законодательством. Мы хотели видеть, как владелец расписок сможет реализовать права по акциям. В первую очередь речь шла о голосовании на общем собрании акционеров, получении дивидендов, части имущества и т. д.

При этом ФКЦБ договорилась с Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), чтобы последняя не регистрировала АДР на акции российских эмитентов без нашего разрешения.

Мы также установили предельный размер доли акций российских компаний, на которые могут быть выпущены депозитарные расписки (ADR, ADS, GDR) в размере 75% от общего объёма акций определённой категории, которые размещались и обращались на российском рынке ценных бумаг.

Игорь Владимирович ссылаясь на статью 16 Закона «О рынке ценных бумаг», последний абзац которой гласил: «Ценные бумаги, выпущенные эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, допускаются к обращению за пределами Российской Федерации по решению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг». Странно, что до прихода Костикова никто не обращал внимания на эту норму.

Следующим шагом стало постановление ФКЦБ от 17 апреля 2002 года, дополнившее правила выпуска ADR и GDR. Минюст зарегистрировал его 3 июня. Теперь для того, чтобы выпускать расписки на Западе, российские компании должны были пройти листинг в России, иначе ФКЦБ вправе им было отказать. Следовало развивать внутренний рынок, и, прежде чем компания выходила на внешний рынок, она должна была предложить свои акции российским инвесторам.

С тех пор регулирование этой операции развивалось, были введены квоты, ограничили долю выпускаемых расписок от... проработан механизм участия владельцев расписок в акционерных собраниях, прописан механизм раскрытия информации о владельцах.

При этом процесс совершенствования регулирования не закончен до сих пор.

### Вокруг Газпрома

22 ноября 2000 года на «круглом столе» в рамках Всероссийской конференции профучастников фондового рынка член правления ОАО «Газпром» Александр Николаевич Семеняка представил программу либерализации рынка газпромовских акций. Правление Газпрома было намерено увеличить долю нерезидентов в капитале компании до 35–40%. На тот момент на долю иностранных инвесторов приходилось лишь 5,5% и законодательно она была ограничена 20% капитала корпорации.

Указом Президента РФ № 529 «О порядке обращения акций Российского акционерного общества “Газпром” на период закрепления в федеральной собственности акций Российского акционерного общества “Газпром”» от 28 мая 1997 года, ограничивалось право нерезидентов участвовать в капитале Газпрома 9%. И владеть кусочками газового концерна нерезиденты могли только в форме ADS, аналога ADR, обращающихся на западных биржах американских депозитарных расписок. Делалось это для того, чтобы государство могло, не торопясь, мелкими партиями по максимальной цене реализовать свой пакет акций Газпрома, при этом не обрушив курсовую стоимость акций.

В результате капитализация Газпрома (как совокупная стоимость акций) оказалась ниже, чем у компании ЛУКОЙЛ. При этом всем было ясно, что Газпром гораздо крупнее её. Рыночная капита-

ция Газпрома составляла не более 7 млрд долларов, в то же время, по оценке экспертов концерна, одни только месторождения, принадлежащие Газпрому, стоили около 36 млрд долларов.

Больше 300 млрд долларов была и рыночная капитализация Exxon Mobil Corp. При этом запасы энергоносителей, принадлежащих этой компании, были в шесть раз меньше аналогичных резервов Газпрома. Да и бывший тогда председателем совета директоров ОАО «Газпром» и первым заместителем руководителя кремлевской администрации Дмитрий Анатольевич Медведев заявил, что капитализация Газпрома «чудовищно низка», и предположил, что компания должна стоить «сотни миллиардов долларов».

Совет директоров Газпрома принял решение обратиться к правительству с просьбой о поэтапной либерализации рынка своих акций, а также снять ограничение на число бирж, имеющих право торговать этими акциями.



Фото Сергея Авдеевского

*Заместитель Председателя  
Правительства РФ  
В. Б. Христенко*

Прошло немного времени и 9 апреля 2001 года решением Президента РФ В. В. Путина для подготовки либерализации рынков акций газового монополиста страны была создана рабочая группа из 14 человек. Возглавил её Дмитрий Анатольевич Медведев.

Так же в ней работали: вице-премьер, куратор топливно-энергетического комплекса Виктор Борисович Христенко, заместитель министра экономического развития и торговли Аркадий Владимирович Дворкович, заместитель министра финансов Белла Ильинична Златкис, заместитель министра по антимонопольной политике Андрей Борисович Кашеваров, первый заместитель руководителя Аппарата Правительства Александра Юрьевна Левицкая, председатель Российского фонда федерального имущества Владимир Владимирович Малин, первый заместитель министра имущественных отношений Юрий Митрофанович Медведев, главный советник руководителя Главного правового управления Вячеслав Фёдорович Прозоров. Газпром представляли заместители председателя правления Александр Николаевич Семеняка и Сергей Константинович Дубинин. От Администрации Президента РФ в рабочей группе были представлены экономический советник главы государства Андрей Николаевич Илларионов и начальник экономического управления Антон Викторович Данилов-Данилян. ФКЦБ в группе представляли Игорь Владимирович Костиков и я.

25 апреля в Кремле состоялось первое заседание группы. Его вёл Д. А. Медведев. Первые промежуточные результаты работы было решено не разглашать, ведь рынок очень чутко реагировал на любую информацию, связанную с либерализацией акций, относящихся к «голубым фишкам».

Рассматривались два основных варианта. Один был предложен самим Газпромом — не отменять разделение рынка на внешний и внутренний, но довести долю в компании, которой разрешено владеть иностранцам, до 40%. Второй разработали мы в ФКЦБ — разделение отменить, но оставить потолок для иностранцев на уровне 20% (надо сказать, что фактически иностранные инвесторы владели в 2001 году примерно 11,5% акций Газпрома).

Встречи рабочей группы были регулярными (их было 5 или 6), в результате решение было принято. Правда, рынок акций Газпрома стал единым только после принятия 28 декабря 2005 года Постановления Правительства РФ № 818 «О признании утратившими силу некоторых постановлений Правительства Российской Федерации».

Фото Сергея Авдеевского



*Председатель Банка России  
С. К. Дубинин*

### «Синяя книга»

Подготовка двухтомника, получившего название «Эффективный рынок капитала», называемой коротко «Синей книгой», было стержнем, на который нанизывались все новые идеи (best practices). Я отвечал за 7-ю главу «Раскрытие информации эмитентами на рынке ценных бумаг».

Идея создания российского варианта Кодекса корпоративного поведения впервые была озвучена в ноябре 2000 года на Конференции профессиональных участников финансового рынка в Санкт-Петербурге. В её рамках прошло первое заседание так называемого Консультативного совета, в который вошли представители наиболее крупных эмитентов, инвесторы (как российские, так и зарубежные) и профессиональные участники фондового рынка. Впоследствии Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг добилась получения гранта Европейского банка реконструкции и развития, обеспеченного правительством Японии, на создание проекта Кодекса корпоративного поведения. В результате тендера была отобрана фирма-консультант Coudert Brothers, специалисты которой приступили к созданию текста документа.

ФКЦБ России совместно с Институтом фондового рынка и управления (ИФРУ) сформировала четыре экспертных группы. Их целью было проведение дискуссий относительно концепции и структуры кодекса. Эти группы создали ряд документов, которые были обсуждены на заседании Координационного совета и переданы фирме-разработчику. Положения будущего кодекса не раз обсуждались на разных семинарах (всего их организовано 25!) и «круглых столах», а в стенах Государственной думы дважды проходили парламентские слушания на эту тему.

Всю эту работу, естественно, координировала ФКЦБ. Каждую неделю (порой и чаще) поступал звонок из приёмной председателя с указанием в 21:30 или в 22:00 часа собираться для чтения «Синей книги». Приглашались члены комиссии и руководители ключевых управлений.

Костиков открывал подготовленный к встрече текст, пробежал его взглядом наискосок, поскольку великолепно знал содержание, делал замечание, где и какой важный момент упущен. К следующему чтению его следовало развить, тут же указывался ответственный за доработку.

Поощрялось комментирование и не своих разделов.

Были люди, для которых писание было основным делом, они не занимались текущей работой. Это до сих пор известные на нашем рынке Татьяна Михайловна Медведева и Алексей Тимофеев. С ними работала группа экспертов (среди них был Андрей Якушин, ставший позднее начальником Управления корпоративных отношений и раскрытия информации департамента допуска на финансовый рынок ФСФР). Они сделали неоценимый вклад в то, чтобы российский рынок стал более цивилизованным.

В одном документе (двухтомном) мы попытались описать то, что казалось на тот момент самым передовым в мире, то, что нам удалось достичь и то, к чему следует стремиться.

В первое время мы несколько скептически относились к «увлечению» начальника (по крайней мере, это я могу сказать о себе), но, когда работа стала обретать реальные очертания, мы поняли, что сделали очень полезную работу.

В начале 1990-х годов в странах с наиболее развитыми рынками капитала – в Великобритании, США и Канаде – появились Кодексы кор-

поративного поведения. Идея создания такого «свода деловой этики» возникла в предпринимательской среде. Менеджеры западных компаний стремились повысить доверие к себе, чтобы привлечь инвесторов. Первой приняла кодекс британская фирма Cadbury. Позднее к кодексу присоединились многие американские и европейские компании. Государственные органы и неправительственные организации многих стран также издали обобщённые кодексы корпоративного поведения, методические руководства и рекомендации для бизнесменов. — *Прим. авт-сост.*

На базе «Синей книги» в таком же режиме был подготовлен Кодекс корпоративного управления, который связан с моим направлением может быть даже больше, чем другими. Он, в первую очередь, касался работы эмитентов и был больше похож на нормативный акт, поэтому писали его в основном юристы. Он был в какой-то степени развитием Закона «Об акционерных обществах» и более детально регулировал те же отношения. Не случайно многие нормы потом перекочевали в закон. Таким образом Кодекс сыграл свою роль, как минимум, в том, что сообщество на фондовом рынке начало обсуждать важные вопросы, поставленные в нём.

В кодексе были оговорены права и обязанности всех трёх сторон корпоративного управления — акционеров, совета директоров и менеджмента. В кодексе также было указано, какую информацию о компании обязано раскрывать её руководство, как должен осуществляться контроль над финансово-хозяйственной деятельностью фирмы. Действия комитетов при советах директоров, являющиеся нормой для сегодняшнего дня, также впервые были описаны в нашем кодексе.

Кодекс корпоративного поведения носил рекомендательный характер. Мне, как юристу, вначале было непонятно, зачем нужен документ, выполнение которого не обязательно. Однако в процессе того, как первоначальная идея Костикова обростала содержанием, можно было говорить о целом ряде инструментов, стимулирующих его применение. Например, не будешь включён в тот или иной котировальный список<sup>1</sup>, если не утверждён тот или иной статус корпоративных органов. Получают исполняющие кодекс и некоторые послабления в надзоре.

---

<sup>1</sup> Котировальный список — на бирже это список ценных бумаг, отвечающих ряду требований по объёмам торгов, ликвидности.



Кодекс представлял собой достаточно объёмный документ — около 100 страниц убористого текста — и состоял из вводной части и десяти глав. Первая глава определяла принципы корпоративного поведения. Вторая регламентировала порядок созыва, подготовки и проведения общего собрания акционеров. Третья описывала деятельность совета директоров. Четвёртая рассказывала об исполнительных органах акционерного общества, а пятая — о его секретаре. Шестая глава вводила понятие существенных корпоративных действий. Седьмая выдвигала требования к раскрытию информации об обществе, а восьмая — к контролю над его финансово-хозяйственной деятельностью. Девятая глава была посвящена вопросам начисления и выплаты дивидендов, а завершался кодекс главой об урегулировании корпоративных конфликтов. Так что перечень проблем, охваченных в кодексе, был достаточно обширен.

18 сентября 2001 года разработчики представили свой проект на пленарном заседании Координационного совета. Документ был оценен по достоинству, но внесение поправок продолжалось.

Наконец, преодолев сопротивление ряда самых либеральных министров, в частности Германа Оскаровича Грефа, Кодекс корпоративного поведения был одобрен на заседании Правительства Российской Федерации от 28 ноября 2001 года и рекомендован к применению акционерными обществами Распоряжением ФКЦБ России № 421/р от 4 апреля 2002 года.

А 28 ноября 2001 года проект кодекса обсуждался на заседании Правительства РФ. Оно не только одобрило этот документ, но и рекомендовало его к применению. Теперь представители государства в акционерных обществах будут добиваться от них исполнения норм кодекса.

Он пережил несколько редакций и до сих пор активно применяется.

А для меня кодекс стал некой вершиной работы в комиссии. До сих пор помню ощущение гордости, когда мы слушали выступление Игоря Владимировича перед министрами на заседании правительства. После его окончания мы, соавторы кодекса, в зале заседаний сделали коллективную фотографию.

Подводя итоги, хочется сказать, что за четыре года (с 2000-го по 2004 год) уровень регулирования эмиссионного процесса в точки зрения глубины и подробности был поднят на принципиально иной уровень.



Из архива НАУФОР. Фото Максима Симона

*А. Тимофеев, А. Новоковский, Н. Глазунов. 2011 год*

Стандарт эмиссии и положение о раскрытия информации стали базовыми документами, на которых до сих пор основывается эмиссионная деятельность. Таким образом, детальность регулирования и надзора стала иной, более совершенной.

Именно тогда, в 2004 году, появилось много новелл, ставших привычными для сегодняшнего дня.

Не знаю, насколько это важно.

### **Вокруг приватизации**

Возник конфликт и по поводу приватизации. Госкомимущество высказывало сомнение в необходимости существования РФФИ.

В 2000 году в правительство Минимуществом был внесён новый закон о приватизации, который пришёл на смену принятому в 1997 году. Особенностью этого документа был отказ от такой нормы, как госпрограмма приватизации.

---

---

## Дмитрий Анатольевич ГЛАЗУНОВ

---

---

На тот момент такая программа в виде списка подлежащих приватизации объектов должна была ежегодно вноситься в Думу и утверждаться законом. Правительство стремилось отстранить Думу от приватизации. Минимущество внесло документ в Белый дом, не устранив разногласий с ФКЦБ.

«У нас десяток принципиальных расхождений с Минимуществом, – сказал тогда член ФКЦБ Д.А. Глазунов. – Ряд положений нового закона нарушают права инвесторов и помешают нормальному функционированию рынка ценных бумаг».

*Беккер Александр. Гонка за собственностью // Ведомости. 01.11.2000.*



Из архива НАУФОР. Фото Максима Симона

## ФОНДОВЫЙ РЫНОК

В Думе пытались провести законопроект, запрещающий правительству продавать госпакеты акций крупных предприятий. В тот момент специализированным учреждением, осуществлявшим полномочия продавца федерального имущества в соответствии с Федеральным законом «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации», другими федеральными законами и нормативными правовыми актами был Российский фонд федерального имущества, который возглавлял Фикрят Ахмеджанович Табеев.

Глава Минимущества Фарит Рафикович Газизуллин заявил, что правительство рассчитывает сохранить в собственности госпакеты акций всего в 500–800 АО.

В тот время государству принадлежали пакеты акций 3800 АО. Примерно на 500 из них распространялся порядок «золотой акции». Таким образом, правительство собиралось выставить на продажу 2500–2800 госпакетов акций.

Мы стояли на стороне РФФИ за сохранение статус-кво, однако в январе 2003 года фонд был упразднён.