



Денис Соловьев

Заместитель директора НДЦ, канд. юрид. наук

РОССИЙСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ: ОТ МЕЧТЫ К РЕАЛЬНОСТИ, ОТ РЕАЛЬНОСТИ К РЫНКУ

Две основные проблемы российского рынка ценных бумаг — высокая зависимость от стоимости энергоресурсов и снижающийся потенциал роста. И первая, и вторая проблемы могут быть решены как за счет внутренних источников, так и за счет включения в листинг иностранных ценных бумаг или производных, выпущенных на иностранные бумаги. Такими производными являются депозитарные расписки.

По оценкам экспертов, российский рынок ценных бумаг является существенно зависимым от конъюнктуры рынка углеводородов. Доля компаний нефтегазового сектора в индексах ведущих торговых площадок составляет более 60%. Рост нефтегазового сектора сдерживается также экономической политикой правительства, направляющего все доходы от продажи углеводородов сверх установленного уровня в Стабилизационный фонд. Резерв роста стоимости акций компаний, включенных в индексы, скорее всего, не позволит воспроизвести и уж тем более превзойти рост прошлых лет.

Из вышесказанного можно вывести, что две основные проблемы российского рынка ценных бумаг — это высокая зависимость от стоимости энергоресурсов и снижающийся потенциал роста. И первая и вторая проблемы могут быть решены за счет внутренних источников, т. е. выведения на рынок перспективных эмитентов, которые со временем смогут в совокупности уравновесить газово-нефтяные бумаги в портфелях инвесторов и обеспе-

чить рост тогда, когда он будет исчерпан в сырьевом сегменте. Это наиболее трудный и долгий путь, которым, тем не менее, нужно идти.

Альтернативой, принятой в свое время многими иностранными торговыми системами, ныне являющимися лидерами отрасли, является включение в листинг иностранных ценных бумаг или производных, выпущенных на иностранные бумаги. Такими производными являются американские или глобальные депозитарные расписки.

В том случае если торговая система рассматривает варианты организации торговли иностранными ценными бумагами, у нее есть 3 пути. Рассмотрим их на примере процессов, наблюдавшихся на российском рынке. Первый путь — приобретение торговой системы по примеру РТС, организовавшей в свое время торги акциями Газпрома на ФБ «Санкт-Петербург». Второй — обеспечение технического доступа участников к торгам на иностранной бирже по аналогии с тем, как биржи, входящие в группу ММВБ, обеспечивают доступ региональных уча-

стников к торгам. Третий — путем включения в листинг иностранных ценных бумаг и/или депозитарных расписок, выпущенных на такие бумаги. После принятия Закона о российских депозитарных расписках российским торговым системам в настоящее время доступны два пути: приобретение иностранной биржи и включение в листинг РДР.

Работа над концепцией российской депозитарной расписки (РДР) была начата в 1998 г. с написания научных работ и ряда статей¹, посвященных американским депозитарным распискам (далее — АДР). Идея зеркально отразить АДР и предложение ввести в российскую систему права ее аналог пришла после детального анализа режимов ценной бумаги в российской и американской правовых системах, проведенного в диссертационном исследовании автора данной статьи. Новый для российского права финансовый инструмент был назван тогда российской депозитарной распиской по аналогии с *Russian Depository Receipts* — расписками, выпускавшимися в докризисные времена *The Bank of Bermuda*, банком,

¹ Соловьев Д. В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках // «Индикатор». 2000. № 3 (31). С. 14–16; Соловьев Д. В. Законодательный фарватер для ценных бумаг российских компаний // «Финансист». 2000. № 3. С. 58–61; Соловьев Д. В., Фролова И. А. Производная ценная бумага в законодательстве США и России: правовое содержание, определение, виды // «РЦБ». 2000. № 6 (165). С. 44–47; Соловьев Д. В. Правовое регулирование выпуска и размещения ценных бумаг иностранного эмитента. Сравнительный анализ права и практики России и США // «Право и политика». 2000. № 5. С. 78–86; Соловьев Д. В. АДР: разрешение конфликта правовых систем // «Вестник НАУФОР». 2000. № 3. С. 58–61; Соловьев Д. В. Иностранные ценные бумаги: проблема легитимации // Вестник НАУФОР. 2000. № 9. С. 43–45; Соловьев Д. В. Коллизионные вопросы обращения иностранных ценных бумаг: сравнительный анализ права и практики РФ и США // Вестник НАУФОР. 2001. № 6.; Соловьев Д. В. Правовой режим иностранных ценных бумаг, эмитентов и инвесторов в США // «РЦБ». 2001. № 20 (203). С. 39–45; Соловьев Д. В. Правовые проблемы легитимации ценных бумаг иностранных эмитентов // «Индикатор». 2002. № 3 (43). С. 35–39; Соловьев Д. В. Банк-депозитарий АДР — собственник или номинальный держатель? // «РЦБ». 2002. № 13 (220). С. 59–64; Соловьев Д. В. Российские депозитарные расписки. Правовые аспекты реализации и защиты прав владельцев. // «РЦБ». 2002. № 24 (231). С. 37–39; Соловьев Д. В. Валютное законодательство и механизм российских депозитарных расписок // «Индикатор». 2002. № 12 (51). С. 46–48.





входившим в структуру голландской *ING Barings Group*. Отнесение этого инструмента к тому или иному виду ценных бумаг и вообще его квалификация в качестве ценной бумаги вызывали много вопросов.

Классическое определение ценных бумаг, сформулированное Бруннером (*Brunner*), а затем положенное в основу «Учения о ценных бумагах» М. М. Агаркова², содержало всего три признака: «документарность», «удостоверение имущественных прав», «необходимость предъявления для реализации права на бумагу и права из бумаги». Дальнейшая разработка учения о ценных бумагах пошла по пути расширения признаков ценной бумаги, и на сегодняшний день многими российскими авторами выделяются следующие признаки:

- документарность;
- формализм;
- удостоверение имущественных прав;
- необходимость предъявления для реализации права на бумагу и права из бумаги;
- взаимосвязь права на бумагу с правом из бумаги;

Есть также мнение В. А. Белова³, полнотой мной поддерживаемое, что перечень необходимо дополнить еще двумя признаками:

- оборотоспособность (трансферабельность, передаваемость) документа (возможность его передачи как вещи любыми, в том числе общегражданскими, способами);
- Публичная достоверность документа (т. е. принцип необходимости и достаточности соблюдения участниками правоотношений из бумаги и на бумагу только тех формальных требований, которые отражены в самой бумаге).

Правовое регулирование инвестиционных ценных бумаг в США осуществляется в соответствии с Законами 1933 и 1934 гг., а также законами штатов о «коммерческих корпорациях», так называемыми «корпоративными кодексами», в основе которых лежит *Model Business Corporations Act* 1969 г. в редакции 1994 г. Также необходимо упомянуть Единый торговый кодекс США, правила *US SEC*. В некоторых случаях определение отдельных видов ценных бумаг дается в решениях, вынесенных организаторами торгов. Например, Решение 99-48, вынесенное *Exchange Hearing Panel* при *NYSE*, дает понятие АДР.

Определение **ценной бумаги** (*security*), данное в Законах США «О ценных бумагах» 1933 г. и «О фондовых биржах» 1934 г., так же как и перечень видов ценных бумаг, данный в ст. 143 ч. 1 Гражданского кодекса Российской Федерации⁴, не дает исчерпывающего перечня видов ценных бумаг. Возможность признания ценными бумагами «любого интереса или института, традиционно известного как ценные бумаги», рассматривается правом Соединенных Штатов как «разрешение Конгрессом США судам или Комиссии дополнять перечень».

Законодательство США о ценных бумагах выделяет на фондовом рынке такой финансовый инструмент, как сертификаты, подтверждающие права на иные ценные бумаги. Таким сертификатом является американская депозитарная расписка. Под **депозитарной распиской** (далее — ДР) право США понимает «выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента».

Термином «депозитарная расписка» обозначают как «американские депозитарные расписки» (*American depositary receipt*), так и «глобальные депозитарные расписки» (*global depositary receipt*). Разница между ними состоит в том, что АДР продаются только в США, а глобальные ДР могут продаваться вне Соединенных Штатов. Примером глобальных депозитарных расписок являются британские *American Master Global Depositary Receipts* и европейские *European Master Global Depositary Receipts*.

До 1983 г. в соответствии с законодательством США под АДР понималась ценная бумага, однако далее Комиссия сделала уточнение о том, что АДР не является ценной бумагой, а является подтверждением права собственности на ценные бумаги. По определению Комиссии, «...американская депозитарная расписка — это физический сертификат...» (*physical certificate*), подтверждающий право на акции⁵.

Причем существуют понятия *ADR* и *ADS* (*american depositary receipt* и *american depositary share* соответственно). Некоторые авторы ошибочно не делают разграничений между этими двумя понятиями либо даже называют *ADS* одним из видов *ADR* (третьего уровня). Но теоретически не представляется обоснованным терминологическое объединение различ-

ных инструментов: *ADR* и *ADS*. Это взаимосвязанные инструменты, но юридическая природа их различна.

SEC в 1983 г. впервые дала юридическое определение *ADS* в Релизе «О концепции американских депозитарных расписок», в соответствии с которым «*ADS* — это деноминированная в долларах ценная бумага, подтверждающая право собственности ее владельца на определенное количество акций или облигаций иностранной компании, выпущенных за пределами США, в стране инкорпорации такой иностранной компании». Здесь следует подчеркнуть, что *ADS* не выпускается на акции или облигации американских компаний, но только на бумаги иностранных эмитентов, что говорит о производной природе и, с некоторой долей условности, о международном характере *ADS*.

Эмитентом *ADS*, как и *ADR*, является американский депозитарий.

Одно из определений *ADS* (*depository share*) дано *SEC* в Правиле 405 Положения *C* (*Regulation C*)⁶. Это Положение устанавливает, что *depository share* — ценная бумага, подтверждаемая *ADR*.

В вышеупомянутом Релизе 1983 г. *US SEC* впервые осуществила разграничения между этими двумя понятиями. *ADR*, во-первых, это выпущенный американским банком-депозитарием свободнообращающийся сертификат, а во-вторых, он подтверждает права его держателя на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранных компаний.

При рассмотрении *ADS* напрашивается вывод, что это оборотный инструмент (что вытекает из оборотоспособности *ADR*), но вызывает интерес тот факт, что к ним не применяются специальные нормы об оборотных инструментах гл. 3 ЭТК США.

В связи с этим возникает вопрос: кто является **эмитентом депозитарных акций**, от которых непосредственно производны расписки и которые производны от акций иностранного эмитента, т. е. являются связующим звеном в данной цепи. Этот вопрос представляет интерес также и потому, что там, где стоит вопрос об интересах инвесторов, неизбежно возникает проблема ответственности.

Таким образом, для представления более подробной картины о статусе депозитарных расписок необходимо рассмотреть природы, статуса эмитента *ADS*. Как

² Агарков М. М. Учение о ценных бумагах. М.: Финстатинформ, 1993.

³ Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. М.: ЮрИнфоР, 1996.

⁴ Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая. № 51-ФЗ от 30 ноября 1994 г. Ст. 143.

⁵ Release Nos. 33-8287, 34-48482, International Series Release No. 1273; File No. S7-16-03.

⁶ Положение устанавливает общие требования к регистрационным заявлениям и проспектам эмиссии ценных бумаг.



полагают некоторые авторы⁷, эмитентом Американских депозитарных акций является «специальное юридическое лицо». Так как американский банк-депозитарий не является эмитентом, то ответственность по разделу 11 Закона 1933 г. распространяется исключительно на указанное юридическое лицо.

Титульный лист Формы S-12 содержит следующую формулировку: «Банк-депозитарий не является эмитентом ADS, лицом, подписывающим регистрационное заявление, а также не признается лицом, контролирующим эмитента ADS для целей Закона 1933 г.».

Форма Ф-6 1983 г. Комиссии устанавливает, что «в соответствии с Законом

1933 г. банк-депозитарий выступает от имени юридического лица (legal entity), созданного депозитным соглашением (в качестве депозитария)».

В Релизе SEC указала, что «специальное юридическое лицо» — «сама программа ADS», и регистрация по Закону 1933 г. осуществляется от имени программы ADS, а не банка-депозитария.

Здесь возникает неясность относительно юридического статуса американского банка-депозитария, если он является лицом, обязанным по депозитному договору выпустить ADS.

Остается неопределенной природа «специального юридического лица», его

правовая форма, правоспособность и дееспособность.

Представляется, что наличие двух указанных сущностей вызвано желанием американского законодателя ограничить ответственность американского эмитента депозитарных расписок. Поскольку российский законодатель придерживается скорее иного мнения, для российского права данное разграничение не является актуальным.

Российские юристы и финансисты давали различные дефиниции депозитарных расписок. Так, например, согласно определению, приведенному Дмитрием Старенко, депозитарная расписка — это «банковская расписка на акции ино-

СТРАТЕГИЧЕСКОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ВЕДУЩИХ РОССИЙСКИХ БИРЖ И ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

	LSE (Лондонская фондовая биржа) ⁸	ММВБ ⁹	РТС ¹⁰
Задача	Стратегия: конкурировать на глобальном рынке услуг по финансовым транзакциям и стать рынком выбора. Мы намерены расширить наш текущий бизнес и повысить объем наших операций за счет развития бизнеса, поглощений, совместных проектов и альянсов, если это будет необходимо	Группа ММВБ, предоставляющая своим членам полный спектр торговых, клиринговых, расчетных и депозитарных услуг на базе единой технологической платформы, соответствующей международным стандартам, занимает центральное место в инфраструктуре российского рынка капитала	Основная цель Группы РТС — формирование и развитие экономически эффективной саморегулируемой инфраструктуры для образования цены на российские ценные бумаги и финансовые инструменты
Основные цели	Упрочить и расширить позиции в качестве ключевого источника ликвидности на рынке акций, ориентира по ценам и рыночной информации в Европе. Управление диверсифицированным бизнесом, извлечение выгоды от появления все возрастающей инновационной среды за счет лидерства в технологиях и рыночных услугах. Таким образом, принося пользу своим клиентам и акционерам	Создание инфраструктуры, гарантирующей удовлетворение нужд российского финансового рынка по торговым, депозитарным, расчетным и клиринговым услугам. Удовлетворение нужд эмитентов, инвесторов и участников рынка в услугах предоставления исполнения сделок с финансовыми и другими активами. Оптимизация расходов участников рынка. Гарантирование рентабельности и рост капитализации Группы, учитывая системообразующий характер услуг, предоставляемых ММВБ российскому финансовому рынку	Фондовая биржа РТС помогает своим клиентам осуществлять свои наиболее диверсифицированные инвестиционные стратегии и своевременно информировать их о последних рыночных событиях
Основные факторы успеха	Нормативное правовое регулирование торговых операций рассматривается как один из наиболее важных факторов. Развитие возможностей для формирования различных инвестиционных стратегий путем стимулирования спроса на иностранные финансовые инструменты. Консолидация посттрейдинговой инфраструктуры с целью обеспечения снижения транзакционных издержек клиентов. Реализация конкурентной стратегии, основанной на использовании преимуществ Лондонской модели рынка. Развитие технологий. Приоритет интересам клиентов	Гарантии расчетов по биржевым сделкам, осуществляемым по принципу «поставка против платежа» через специализированные организации — Расчетную палату ММВБ и Национальный депозитарный центр (НДЦ). Использование передовых технологий, реализованных в торговой и депозитарной системах, позволяющих обеспечивать доступ к торгам через интернет-шлюзы. Связь с Московским офисом GL NET, являющимся крупнейшей в мире частной сетью, обеспечивающей доступ инвесторов к международным торговым системам, связывает с ММВБ более 3500 крупных институциональных инвесторов, включая 50 крупнейших международных финансовых институтов. Предоставление пользователям торговой информации в реальном времени посредством терминалов, установленных у пользователей в России и за рубежом	Предоставление возможностей для проведения всех видов расчетов с возможно полным набором финансовых инструментов. Технологическое развитие с использованием возможностей Интернета и ЭДО. Предоставление информационных услуг. Ориентация на клиента при снижении его риска и стоимости использования услуг

⁷ Ратников К. Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. М.: Статут, 2001.

⁸ <http://www.londonstockexchange.com>.

⁹ <http://www.micex.com>.

¹⁰ <http://www.rtsnet.ru>.



странной компании, депонированные в этом банке; депозитарная расписка дает те же права, что и акция, котируется в долларах и свободно обращается на бирже и на внебиржевом рынке»¹¹. Е. Ф. Жуков определяет депозитарные расписки (ADR) как свободно обращающиеся расписки на иностранные акции, депонированные в банке США. По его мнению, АDR — расписка, представляющая акции корпорации, зарегистрированной за пределами США¹². К. Ю. Ратников дает дефиницию АDR как «выпущенный американским банком-депозитарием сертификат...»¹³.

По мнению, выраженному ранее автором этой статьи, депозитарная расписка представляет собой ценную бумагу, выпущенную в соответствии с законодательством страны юридическим лицом, зарегистрированным в данной стране¹⁴. Данное мнение было подтверждено Федеральным законом № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 30 декабря 2006 г., который дает следующее определение российской депозитарной расписки: «Российская депозитарная расписка — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. Эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством Российской Федерации».

Привлечение на российский фондовый рынок ценных бумаг иностранных эмитентов возможно путем как прямого допуска таких инструментов, так и на основе заимствования зарубежного, главным образом американского, опыта выпуска вторичных инструментов в рамках программ депозитарных расписок. Однако, при применении механизмов прямого допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок российские владельцы иностранных ценных бумаг не имеют прямого доступа к информации об иностран-

ной организации — эмитенте ценных бумаг, сталкиваются с трудностями при осуществлении прав по таким ценным бумагам. В этой связи формирование рынка российских депозитарных расписок представляется наиболее оптимальным и является основным каналом связи российского рынка ценных бумаг с международными фондовыми рынками.

Перспективы развития рынка РDR во многом определяются инвестиционными стратегиями профессиональных участников рынка ценных бумаг и способностью бирж удовлетворять потребности инвесторов в возможно более диверсифицированном наборе финансовых инструментов. Немаловажным фактором, способствующим развитию рынка российских расписок, может стать также разрешение включать РDR в состав портфелей инвестиционных фондов.

Изучение сайтов Лондонской фондовой биржи и ведущих российских бирж дает следующую картину их стратегического позиционирования (см. таблицу).

Наиболее важным для нас является ориентация российских бирж полностью или частично на российский сегмент рынка. Несмотря на более консервативный тон, стратегия ММВБ учитывает интересы иностранных инвесторов и наиболее близка к конкуренции за иностранного клиента. Отсутствует лишь один существенный фактор, который поставил бы ММВБ в один ряд с мировыми биржами, — конкуренция за иностранные финансовые активы. С точки зрения позиционирования РТС является ярко выраженным примером нишевого игрока, концентрирующегося на российском сегменте рынка. ММВБ конкурирует за иностранных инвесторов посредством обеспечения опосредованного доступа иностранцев к торгам исключительно российскими инструментами. Для ММВБ, в том случае если стратегия нишевого развития является осознанной и принципиальной, существенным является получение максимальной доли в торговом обороте по российским ценным бумагам и производным.

Борьба за иностранные финансовые инструменты для российских бирж осложняется отсутствием опыта и наличием существенной конкуренции в сегменте. Процессы консолидации ликвидности путем слияний и поглощений, нормативно-правового регулирования этой деятельности (в Европе), создания рынка депозитарных расписок (контрабанда ликвидности), затронувшие практически все биржи

в мире, обусловлены в основном стремлением к экспансии. Данное стремление подкреплено технологиями клиринга, позволяющими осуществлять частично обеспеченные сделки. Номенклатура бумаг, принимаемых в обеспечение, система лимитов по данным бумагам, структура инвесторской базы, существенный объем операций международных финансовых компаний и структура капитала самих бирж определяют мотив к концентрации ликвидности и минимизации количества рынков.

Учитывая возрастающую эффективность европейского рынка ценных бумаг, процесс концентрации ликвидности и устойчивость крупнейших транснациональных брокерских и инвестиционных компаний в отношении унификации технологий, минимизации издержек путем стандартизации доступа к различным национальным финансовым инструментам, в краткосрочной перспективе (2–3 года) вероятно усиление конкуренции в отношении обслуживания обращения наиболее ликвидной части национальных ценных бумаг. Российский рынок, как один из национальных, но больших и быстро развивающихся рынков, будет испытывать возрастающее давление со стороны инвесторов через эмитентов в отношении организации обращения их ценных бумаг и налаживания каналов взаимодействия с иностранной (преимущественно европейской) инфраструктурой. Необходимы разумные правовые ограничения по допуску национальных инструментов к обращению за рубежом, отказ от политики самоизоляции и допуск иностранных инструментов и профессиональных участников к использованию российской инфраструктуры, т. е. поощрение прямой конкуренции с иностранной торгово-клирингово-расчетной системой. В этом случае российская инфраструктура рынка сможет на равных принять участие в процессах интеграции, бурно развивающихся в настоящее время в Европе. ■

¹¹ Старенко Д., Один «клик» — и вы капиталист. М.: Локус Стэнди, 2001. С. 144.

¹² Жуков Е. Ф. Рынок ценных бумаг. М.: ЮНИТИ, 2004. С. 40.

¹³ Ратников К. Ю. Указ. соч. С. 18.

¹⁴ Соловьев Д. В. Банк-депозитарий АDR — собственник или номинальный держатель? // РЦБ. 2002. № 13 (220).