

## **Организация в России рынка ценных бумаг иностранных эмитентов**

*Марина Медведева  
директор ММВБ по фондовому рынку*

**В последнее время специалисты и участники фондового рынка все чаще поднимают вопрос об организации в России рынка ценных бумаг иностранных эмитентов. Он становится все более актуальным как для регулирующих органов, так и для профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов. При этом в данной сфере остается множество нерешенных вопросов, требующих осмысления и выработки концептуальных подходов.**

**Кроме того, российское законодательство никак не регулирует отношения, связанные с выпуском и обращением данных инструментов. Вместе с тем организация рынка ценных бумаг иностранных эмитентов является важной темой в первую очередь вследствие процесса интеграции России в мировую экономику и растущей потребности российских инвесторов в расширении возможности использовать временно свободные средства.**

Одной из причин, тормозящих создание данного рынка в России, является опасение относительно перетекания российского капитала за рубеж. Однако надо четко понимать, что формирование рынка несет в себе все-таки больше положительных моментов, как в краткосрочном, так и в долгосрочном плане, чем отрицательных. Очевидно, что привлечение на российский рынок бумаг иностранных эмитентов позволит расширить круг финансовых инструментов, обращающихся на российском рынке, улучшить диверсификацию инвестиционных портфелей российских инвесторов, создаст необходимые условия для перетока капитала между Россией и странами СНГ, а также будет содействовать созданию интегрированного фондового рынка стран СНГ (в случае реализации на первом этапе проектов с эмитентами из стран СНГ). При этом, для того чтобы нивелировать возможное отрицательное влияние на развитие российского фондового рынка, необходима четкая регламентация роли и места рынка иностранных ценных бумаг в российской экономике.

Разработка механизмов выпуска и обращения иностранных ценных бумаг требует специального подробного изучения практики международного инвестирования, в первую очередь практики выпуска АДР. Необходимо отметить, что объемы торгов депозитарными расписками, в том числе и на российские ценные бумаги, на зарубежных фондовых рынках постоянно увеличиваются. Так, в настоящее время доля данных ценных бумаг составляет около 12% от общего объема торгов на рынке США. При этом современные рынки депозитарных расписок в западных странах — результат многолетней эволюции, в наибольшей степени отвечающий потребностям западных инвесторов.

### **Модели организации рынка в России**

Организация в России рынка ценных бумаг иностранных эмитентов возможна как путем прямого допуска данных ценных бумаг к обращению после регистрации проспекта эмиссии в ФКЦБ России, так и путем выпуска депозитарных расписок. Данные механизмы могут быть использованы и для организации вторичного обращения, и для первичного размещения ценных бумаг. Каждая из указанных моделей имеет как положительные, так и отрицательные моменты, которые требуют тщательного рассмотрения.

Реализация данного проекта потребует построения комплекса отношений, регулируемых на стыке российского и иностранного законодательства. Очевидно, что для

формирования данного рынка необходимо принять соответствующие нормативные правовые акты ФКЦБ России и/или внести изменения в действующие нормативные правовые акты, регулирующие деятельность регистраторов, депозитариев, организаторов торговли, а также устанавливающие требования ФКЦБ к иностранным эмитентам, на чьи ценные бумаги выпускаются российские депозитарные расписки.

Следует отметить, что организация рынка депозитарных расписок, потребует также внесения соответствующих изменений в закон "О рынке ценных бумаг". Так, необходимо дать определение термину "российская депозитарная расписка" и особенностям ее выпуска и обращения, если допустить, что РДР относятся к эмиссионным ценным бумагам. Потребуется изменение и нормативные правовые акты Банка России в части регулирования операций с валютными ценностями для возможной реализации права требования владельцев депозитарных расписок иностранных эмитентов.

### **Российские депозитарные расписки (РДР)**

Выбор оптимальной модели организации размещения и вторичного обращения РДР необходимо осуществлять с учетом минимизации рисков инвесторов, создавая необходимые условия для получения владельцами РДР всей необходимой информации от иностранного эмитента. В связи с этим представляется, что на первоначальном этапе должен быть организован выпуск спонсируемых (по аналогии с АДР) российских депозитарных расписок. Необходимо также разработать стандарты деятельности эмитентов расписок по хранению/учету акций, под которые выпущены депозитарные расписки, и оказанию сопутствующих депозитарных услуг, исключающих возможность возникновения конфликта интересов при осуществлении прав по таким акциям.

Представляется, что условия выпуска РДР должны определять:

- номинальную стоимость (условная номинальная стоимость в российских рублях необходима для соответствия РДР требованиям закона РФ "О валютном регулировании и валютном контроле", согласно которому РДР не будут являться валютными ценностями, если номинированы в рублях);
- являются ли РДР именными или предъявительскими ценными бумагами;
- количество ценных бумаг иностранного эмитента, право на получение (приобретение) которых имеет владелец РДР, порядок получения (приобретения) указанных ценных бумаг;
- комплекс имущественных и неимущественных прав в отношении ценных бумаг иностранного эмитента (право на получение дивидендов и иных доходов (с указанием порядка уплаты налогов), право на получение информации и т.п.) и порядок реализации этих прав;
- срок депозитарных расписок в случае, если они удостоверяют право на получение облигаций иностранных эмитентов (в указанном случае срок, на который выпускаются депозитарные расписки, не должен превышать срок, на который выпущены облигации иностранного эмитента).

При реализации схемы выпуска РДР особая роль отводится эмитенту РДР и российскому депозитарию/ответственному хранителю. При этом программа выпуска РДР предполагает значительное число участников, включая иностранного эмитента ценных бумаг, при первичном размещении или в случае "спонсируемых" РДР или собственника ценных бумаг иностранного эмитента в случае выпуска РДР по уже обращающимся ценным бумагам.

В целях создания эффективной системы учета российских депозитарных расписок и реализации прав по ним, с учетом специфики владения акциями при выпуске депозитарных расписок представляется необходимым установление специального порядка владения, пользования и распоряжения акциями, обособление таких акций на специальных счетах с установлением специального режима. Это необходимо прежде всего для того, чтобы

иностранные акции, под которые были выпущены российские депозитарные расписки, на весь период обращения расписок могли быть списаны со счета депо только в одном направлении — перевод на счет депо бывшего владельца депозитарной расписки при реализации им права на получение (приобретение) иностранных ценных бумаг.

### **Проблемы выпуска РДР**

Особо следует остановиться на проблемных вопросах выпуска РДР, которые не имеют однозначного решения, таких, например, как возможность отмены выпуска РДР (с разблокированием акций иностранного эмитента и возвратом денежных средств владельцам РДР), ликвидация иностранного эмитента, ряд корпоративных событий у иностранного эмитента (консолидация, дробление, конвертация акций и т.п.). Анализ практики выпуска АДР показывает, что вопросы соотношения прав владельцев акций и депозитарных расписок значительно различаются в различных программах выпуска и решаются между депозитарием-эмитентом и непосредственно владельцем депозитарных расписок.

Депозитарная расписка не предоставляет ее владельцу права голоса по иностранным акциям. Это связано с тем, что анализ российского законодательства, а также законодательства ряда стран СНГ, ценные бумаги которых могли бы быть выведены на российский рынок, показал, что невозможно предоставлять право голоса по акциям лицам, не являющимся владельцами (собственниками) этих акций. В соответствии с законодательством голосовать на общем собрании акционеров общества могут только собственники акций (акционеры или их представители, выражающие волю акционеров). Владельцы депозитарных расписок собственниками (акционерами) не являются до момента реализации ими права на получение этих иностранных акций.

Исходя из изложенного выше, можно отметить, что выпуск расписок в определенных случаях не позволяет акционерам реализовать в полной мере свои права. Это связано с особенностями технологии выпуска депозитарных расписок. Вероятно, необходимо рассмотреть возможность организации рынка иностранных ценных бумаг путем прямого допуска.

### **Прямой допуск ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению**

Необходимым условием начала обращения ценных бумаг иностранных эмитентов на российском рынке является регистрация проспекта эмиссии в ФКЦБ России, что, как отмечалось, требует принятия соответствующего нормативного правового акта. Кроме того, представляется, что для реализации данного проекта на организованном российском рынке необходимо установить критерии допуска иностранных ценных бумаг на российский биржевой рынок, а также возможные числовые критерии связанные с объемом допущенных на российский рынок иностранных ценных бумаг. Важной проблемой является установление корреспондентских отношений между российскими расчетными депозитариями, обслуживающими российских организаторов торговли, и иностранными депозитариями с целью принятия иностранных ценных бумаг на депозитарное обслуживание.

Обеспечить допуск к торгам можно путем либо включения в котино-вальные листы (для этого необходимо соответствие иностранного эмитента требованиям нормативных правовых актов ФКЦБ России и заключение соответствующего договора с российским организатором торговли), либо обращения в качестве «внесписочных» ценных бумаг (для этого необходимо получить заявление от брокера, «выпускающего» ценные бумаги на российский рынок, с обязательством последнего раскрывать информацию об эмитенте).

При прямом допуске инвесторы получают больше гарантий соблюдения своих прав, так как владельцы иностранных ценных бумаг получают все права владельцев (в отличие от РДР). Необходимо также отметить, что доходы, получаемые владельцами иностранных ценных бумаг, не уменьшаются на сумму налогов, которую первоначально уплачивает собственник иностранных ценных бумаг — эмитент РДР. При этом следует учитывать, что

схема прямого допуска иностранных ценных бумаг не предусматривает значительного количества посредников (как в схеме РДР), что делает ее более экономной для участников.

Несмотря на то, что инвестиции в финансовые инструменты напрямую для российских инвесторов могут быть предпочтительнее, чем инвестирование через депозитарные расписки, существует ряд серьезных проблем и при реализации такой схемы организации рынка. Очевидный недостаток прямого допуска связан с ограниченным кругом потенциальных владельцев иностранных ценных бумаг. В настоящее время без изменения валютного законодательства приобрести данные ценные бумаги имеют право только уполномоченные банки и физические лица на сумму не более 75 тыс. долл. в год. Поэтому становится очевидным, что ряд требований валютного законодательства подлежат пересмотру в случае организации прямого допуска.

Для того чтобы определить наиболее эффективные схемы функционирования и регулирования рынка иностранных ценных бумаг, необходимо продолжать исследовать возможные варианты построения данного рынка.

*Автор выражает особую благодарность Ларисе Азимовой и Денису Губину за помощь в подготовке материала.*