

---

Выход на российский финансовый рынок может быть интересен, в частности, для эмитентов из стран СНГ, а российские банки могут рассмотреть выпускаемые иностранными компаниями финансовые инструменты в качестве объектов для инвестиций. Каковы общие условия допуска иностранных финансовых инструментов к размещению и публичному обращению в РФ? В чем заключаются особенности привлечения финансирования в иностранный бизнес путем учреждения российской организации — эмитента? Какие риски связаны с приобретением ценных бумаг неквалифицированными инвесторами<sup>1</sup>?

Олег УШАКОВ, АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», советник  
Гиляна ХАРАЕВА, АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», юрист  
Дмитрий КАБАНОВ, АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», младший юрист

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

Российское законодательство о рынке ценных бумаг предоставляет несколько возможных вариантов выхода иностранных эмитентов на российский финансовый рынок.

Ранее основным способом привлечения финансирования иностранными организациями на территории РФ были учреждение организации в России и выпуск ценных бумаг от ее имени.

В дальнейшем появилась возможность выпуска российских депозитарных расписок (далее — РДР)<sup>2</sup> — эмиссионных ценных бумаг, удостоверяющих права на ценные бумаги иностранных эмитентов, благодаря которым стал возможен опосредованный выход иностранных финансовых инструментов (далее — ИФИ) на российский финансовый рынок. На настоящий момент известен только один выпуск

---

<sup>1</sup> Материал написан по итогам конференции, посвященной эмиссии облигаций на внешних финансовых рынках белорусскими эмитентами (Минск, 29 октября 2019 г.). Конференция была организована Министерством финансов Республики Беларусь совместно с АО «Газпромбанк» и ОАО «Банк развития Республики Беларусь».

<sup>2</sup> Статья 27.5-3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ).

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

РДР — в 2010 г. РДР были зарегистрированы в отношении акций компании United Company RUSAL Plc (Джерси). Инструмент не был воспринят рынком в связи с высокими издержками на привлечение банка-депозитария для эмиссии РДР и их обслуживания.

Впоследствии законодатель установил порядок прямого выхода иностранных эмитентов на российский рынок через размещение и обращение ИФИ, квалифицированных в качестве ценных бумаг<sup>1</sup>. Данный вариант оказался более простым и экономически выгодным для эмитентов, чем выпуск РДР.

В статье рассмотрены особенности прямого допуска ИФИ к размещению и обращению в РФ, а кроме того, изложены основные особенности привлечения финансирования в иностранный бизнес путем учреждения российской организации (SPV<sup>2</sup>).

## **Допуск ИФИ к размещению и обращению**

### **Общие условия допуска ИФИ к размещению и публичному обращению в РФ**

В соответствии со ст. 51.1 Закона о РЦБ ИФИ допускаются к размещению и (или) обращению на российском финансовом рынке при соблюдении следующих условий.

### **ИФИ присвоены международные коды ISIN и CFI**

Международный код (номер) идентификации ценных бумаг (International Securities Identification Number, ISIN), а также международный код классификации финансовых инструментов (Classification of Financial Instruments, CFI), позволяющие индивидуализировать и отобразить ключевую информацию об ИФИ, присваиваются национальными нумерующими агентствами<sup>3</sup> — членами международной Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА)<sup>4</sup>. Напри-

---

<sup>1</sup> Статья 51.1 Закона о РЦБ.

<sup>2</sup> Здесь и далее мы используем термин SPV в широком смысле, в значении структурированной организации по МСФО (IFRS) 12 независимо от наличия у нее статуса специализированного общества в соответствии со ст. 15.1, 15.2 Закона о РЦБ, т.е. в значении организации, которая, как правило, обладает всеми или некоторыми из следующих особенностей или признаков: (а) ограниченная деятельность; (б) специальная и четко определенная цель; (с) недостаток собственного капитала, не позволяющий структурированной организации финансировать свою деятельность без субординированной финансовой поддержки; (д) финансирование инвесторами в форме нескольких связанных между собой инструментов, которые создают концентрации кредитного или других рисков (транши).

<sup>3</sup> Если действующие национальные нумерующие агентства не обладают определенными ресурсами для выполнения в своей стране всего комплекса функций национального нумерующего агентства или если в стране нет таких агентств, коды присваиваются замещающими агентствами.

<sup>4</sup> См.: [isin.ru/ru/about/nna/](http://isin.ru/ru/about/nna/); [anna-web.org/](http://anna-web.org/).

---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

мер, функции национального нумерующего агентства в России выполняет Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (НКО АО НРД), в Беларуси — Республиканское унитарное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг», в Казахстане — Акционерное общество «Центральный депозитарий ценных бумаг», на Кипре — Кипрская фондовая биржа<sup>1</sup>.

Агентства направляют информацию о национальных финансовых инструментах и присвоенных им кодах в базу данных АННА, а также обеспечивают актуальность такой информации. Заинтересованное лицо может увидеть информацию в официальных источниках<sup>2</sup> либо направить запрос в нумерующее агентство и получить ответ по электронной почте или в виде официального ответа на запрос<sup>3</sup>.

Если ранее международные коды присвоены не были, то участник рынка может:

— самостоятельно обратиться в нумерующее агентство, которое несет ответственность за присвоение международных кодов соответствующему ИФИ, либо

— поручить это НКО АО НРД в рамках процедуры содействия в присвоении кодов ИФИ<sup>4</sup>.

### ИФИ квалифицированы в качестве ценных бумаг

После присвоения кодов ISIN и CFI необходимо квалифицировать ИФИ в качестве ценных бумаг. В соответствии с Указанием № 4561-У возможна самостоятельная квалификация ИФИ заинтересованным лицом (например, иностранным эмитентом, владельцем ИФИ, кредитором по ИФИ и др.) или квалификация Банком России.

Порядок квалификации зависит от соответствия кода CFI значениям, приведенным в Указании № 4561-У (отдельные значения для акций, депозитарных расписок на акции, инвестиционных паев или акций инвестиционных фондов, облигаций и др.):

— *Квалификация заинтересованным лицом.* Если код CFI подпадает под определенные значения, приведенные в Указании № 4561-У, то заинтересованное лицо вправе самостоятельно квалифицировать

---

<sup>1</sup> Список национальных нумерующих агентств, являющихся участниками АННА: [anna-web.org/members-db/](http://anna-web.org/members-db/).

<sup>2</sup> Справочник иностранных финансовых инструментов, отвечающих требованиям Указания Банка России от 03.10.2017 № 4561-У «О порядке квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг» (далее — Указание № 4561-У): [isin.ru/ru/foreign\\_isin/db/](http://isin.ru/ru/foreign_isin/db/).

<sup>3</sup> См.: [isin.ru/ru/foreign\\_isin/purpose/](http://isin.ru/ru/foreign_isin/purpose/).

<sup>4</sup> Там же.

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

ИФИ в качестве определенной ценной бумаги путем простого соотнесения значения кода CFI со значениями Указания № 4561-У.

Так, ИФИ должен быть квалифицирован заинтересованным лицом в качестве облигации (кроме структурной облигации), если присвоенный код CFI имеет следующие значения: первая буква — значение «D», вторая буква — значения «B», «C», «T», «Y», «G», «A» или «N», за исключением случаев, когда шестая буква имеет значение «Z» или «A»<sup>1</sup>. Например, ИФИ HSBC BANK PLC, имеющие коды ISIN XS1358936331/CFI DTZNFB, рассматриваются законодательством РФ о рынке ценных бумаг в качестве облигаций.

— *Квалификация Банком России.* Если код CFI имеет значения, отличные от установленных Указанием № 4561-У, квалификацию осуществляет Банк России по заявлению заинтересованного лица.

В данном случае регулятор на основании документа, составленного в соответствии с личным законом иностранного эмитента и содержащего описание объема прав, предоставляемых ИФИ, устанавливает соотношение между объемом прав, закрепляемых ИФИ, и объемом прав, предоставляемых ценными бумагами по российскому праву.

Если соответствие установлено, то Банк России принимает решение о квалификации инструментов в качестве ценных бумаг. Так, например, согласно информации Банка России от 19 апреля 2018 г., ИФИ, удостоверяющие права на имущество инвестиционного фонда с переменным капиталом<sup>2</sup> Global Evolution Funds Frontier Markets (Люксембург), были квалифицированы Банком России в качестве паев или акций инвестиционных фондов<sup>3</sup>.

В целом следует отметить, что на практике Банк России редко принимает участие в квалификации ИФИ. Так, за период с 2017 по 2020 гг. Банком России была осуществлена квалификация ИФИ чуть более 15 иностранных эмитентов<sup>4</sup>.

**ИФИ выпущены эмитентом, который соответствует критериям законодательства о рынке ценных бумаг**

К размещению и публичному обращению могут быть допущены ИФИ трех групп иностранных эмитентов, соответствующих специальным критериям, предусмотренным в законодательстве о рынке ценных бумаг.

---

На практике Банк России редко принимает участие в квалификации ИФИ. Так, с 2017 по 2020 гг. Банком России была осуществлена квалификация ИФИ чуть более 15 иностранных эмитентов.

---

<sup>1</sup> Пункт 4.2.7 Указания № 4561-У.

<sup>2</sup> Société d'investissement à capital variable – SICAV.

<sup>3</sup> Информация Банка России от 19.04.2018 «О решениях Банка России в отношении участников финансового рынка».

<sup>4</sup> Список ИФИ, квалифицированных в качестве ценных бумаг: [cbr.ru/finmarket/issue/list\\_of\\_foreign\\_fin\\_inst/](http://cbr.ru/finmarket/issue/list_of_foreign_fin_inst/).

---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

К *первой группе* относятся иностранные организации, учрежденные (1) в государстве, являющемся членом ОЭСР<sup>1</sup>, МАНИВЭЛ<sup>2</sup>, ЕАЭС<sup>3</sup>, членом либо наблюдателем ФАТФ<sup>4</sup> или (2) в государстве, с соответствующими органами (организациями) которого Банк России имеет соглашение о порядке взаимодействия<sup>5</sup>, либо иностранные организации, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга на «признаваемой» иностранной бирже.

«Признаваемой» иностранной биржей, согласно Указанию № 5312-У<sup>6</sup>, будет считаться биржа, (1) являющаяся членом Всемирной федерации бирж<sup>7</sup> и (или) МАБ СНГ<sup>8</sup> (за исключением случаев ассоциированного членства) либо (2) учрежденная в государстве, соответствующем указанным в предыдущем абзаце признакам.

Примерами таких бирж могут служить Нью-Йоркская фондовая биржа, Лондонская фондовая биржа, Франкфуртская фондовая биржа, Euronext, Гонконгская фондовая биржа, Кипрская фондовая биржа, Белорусская валютно-фондовая биржа, Казахстанская фондовая биржа и т.д.

Ко *второй группе* относятся «признаваемые» международные финансовые организации, которые утверждаются отдельными распоряжениями Правительства РФ, например Международный банк экономического сотрудничества<sup>9</sup>, Международная ассоциация развития<sup>10</sup>, Новый банк развития<sup>11</sup>, Азиатский банк инфраструктурных инвестиций<sup>12</sup>, Международный инвестиционный банк<sup>13</sup>, Европейский банк реконструкции и развития<sup>14</sup> и ряд иных организаций.

---

<sup>1</sup> Организация экономического сотрудничества и развития (oecd.org).

<sup>2</sup> Комитет экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (coe.int/en/web/moneyval).

<sup>3</sup> Евразийский экономический союз (eaeunion.org).

<sup>4</sup> Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (fatf-gafi.org).

<sup>5</sup> Список соглашений (меморандумов) с центральными (национальными) банками зарубежных государств: cbr.ru/today/rk\_18642/szcb/.

<sup>6</sup> Указание Банка России от 11.11.2019 № 5312-У «О критериях, которым должна соответствовать иностранная биржа, прохождение процедуры листинга на которой ценными бумагами, представляемыми российскими депозитарными расписками, является условием для эмиссии российских депозитарных расписок, по которым эмитент представляемых ценных бумаг не принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, или на которой начата либо завершена процедура листинга ценных бумаг иностранных эмитентов, за исключением ценных бумаг международных финансовых организаций, для принятия российской биржей решения об их допуске к организованным торгам».

<sup>7</sup> Члены Всемирной федерации бирж: world-exchanges.org/membership-events#member-list.

<sup>8</sup> Члены Международной ассоциации бирж стран СНГ: mab-sng.org.

<sup>9</sup> Распоряжение Правительства РФ от 10.02.2018 № 202-р.

<sup>10</sup> Распоряжение Правительства РФ от 18.10.2017 № 2295-р.

<sup>11</sup> Распоряжение Правительства РФ от 11.03.2016 № 413-р.

<sup>12</sup> Там же.

<sup>13</sup> Распоряжение Правительства РФ от 02.05.2013 № 732-р.

<sup>14</sup> Распоряжение Правительства РФ от 04.04.2003 № 426-р. Так, например, 30 сентября 2010 г. документарные процентные неконвертируемые облигации серии Об на предъявителя с обязательным централизованным хранением ЕБРР (ISIN RU000A0J1R183) были размещены в РФ путем открытой подписки.

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

К *третьей группе* относятся иностранные государства, соответствующие указанным выше признакам, а также их центральные банки и административно-территориальные единицы, имеющие самостоятельную правоспособность<sup>1</sup>.

### Порядок допуска ИФИ к публичному размещению в РФ

Российское законодательство о рынке ценных бумаг не регулирует процедуру «создания» ценных бумаг иностранного эмитента.

В то же время Закон о РЦБ устанавливает порядок допуска ценных бумаг иностранного эмитента к размещению в РФ<sup>2</sup> при условии, что такие ценные бумаги не были размещены за рубежом.

По общему правилу, ценные бумаги иностранного эмитента допускаются к размещению в РФ по решению Банка России при условии регистрации проспекта таких ценных бумаг.

Решения о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к размещению в РФ и о регистрации проспекта ценных бумаг Банк России принимает одновременно.

Перечень представляемых документов и срок их рассмотрения установлены Приказом ФСФР России от 06.03.2012 № 12-10/пз-н.

Размещение ценных бумаг иностранного эмитента может быть как непубличным, так и публичным, то есть для неограниченного круга лиц. При этом не является публичным размещение на организованных торгах ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Для размещения ценных бумаг иностранного эмитента на организованных торгах необходимо, чтобы они были включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам, для чего требуются, по общему правилу<sup>3</sup>:

- 1) соответствие ценных бумаг требованиям ст. 51.1 Закона о РЦБ;
- 2) принятие на себя иностранным эмитентом ценных бумаг обязанности предоставлять бирже информацию для раскрытия (принятие биржей соответствующей обязанности);

Решения о допуске иностранных ценных бумаг к размещению в РФ и о регистрации проспекта ценных бумаг Банк России принимает одновременно.

---

<sup>1</sup> Так, например, 23 декабря 2010 г. было завершено размещение неконвертируемых процентных документарных государственных облигаций на предъявителя серии 01 с обязательным централизованным хранением Республики Беларусь в лице Министерства финансов Республики Беларусь.

<sup>2</sup> Размещением ценных бумаг признается отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцем путем заключения гражданско-правовых сделок.

<sup>3</sup> См., напр., Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П и п. 5.1.6 ст. 5 Правил листинга Московской биржи. Данные требования не относятся к паям (акциям, долям) иностранных биржевых инвестиционных фондов, а также к ценным бумагам, в отношении которых законодательством РФ или иностранным правом установлены ограничения, в соответствии с которыми их предложение в РФ неограниченному кругу лиц не допускается.



---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

3) предоставление иностранным эмитентом проспекта ценных бумаг/проекта проспекта ценных бумаг (за исключением случаев, когда в соответствии с законодательством РФ регистрация проспекта не требуется);

4) отсутствие установленных законодательством РФ или иностранным правом ограничений, в соответствии с которыми предложение ценных бумаг в РФ неограниченному кругу лиц не допускается.

Если ценные бумаги включены в котировальную часть списка ценных бумаг, допущенных к торгам, правилами листинга могут устанавливаться дополнительные требования.

### Порядок допуска ИФИ к публичному обращению в РФ

Если ценные бумаги были размещены иностранным эмитентом за рубежом, то на территории РФ они могут быть допущены к обращению — публичному или непубличному.

Для публичного обращения, то есть отчуждения и приобретения ценных бумаг на организованных торгах либо посредством предложения неограниченному кругу лиц, по общему правилу, необходима регистрация (представление) проспекта ценных бумаг.

При этом допуск к обращению может быть осуществлен по решению биржи либо по решению Банка России.

### Допуск к публичному обращению на основании решения биржи

Российская биржа имеет право осуществить допуск ценных бумаг к публичному обращению в РФ на основании решения о допуске ценных бумаг к организованным торгам при соблюдении следующих условий (за исключением ценных бумаг МФО):

— в отношении иностранных ценных бумаг начата или завершена процедура листинга на «признаваемой» иностранной бирже;

— отсутствуют ограничения на предложение ценных бумаг иностранного эмитента неограниченному кругу лиц как в российском, так и в иностранном праве.

Решение принимается российской биржей при условии представления ей проспекта (проекта проспекта) ценных бумаг иностранного эмитента и документов, перечень которых определяется правилами российской биржи. Проспект (проект проспекта) может быть составлен на иностранном языке, используемом на финансовом рынке.

---

Допуск ценных бумаг иностранного эмитента к публичному обращению в РФ осуществляется на основании договора организатора торговли с эмитентом (т.е. по заявлению эмитента). Допуск без договора возможен при соблюдении ряда условий.

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

По общему правилу, допуск ценных бумаг иностранного эмитента к публичному обращению в РФ осуществляется на основании договора организатора торговли с эмитентом (т.е. по заявлению эмитента).

Вместе с тем законодательство РФ предусматривает возможность допуска по решению организатора торгов без заключения договора с эмитентом.

В этом случае допуск может быть осуществлен, если ценные бумаги эмитента соответствуют следующим условиям:

1) они допускаются к организованным торгам без включения в котировальный список;

2) начата или завершена процедура включения в основной (официальный) список ценных бумаг «признаваемой» иностранной биржи (выполнение этого условия не требуется, если допуск осуществляется в отношении облигаций иностранного эмитента, соответствующих требованиям нормативных актов Банка России<sup>1</sup>);

3) информация о ценных бумагах и об их эмитенте раскрывается на русском языке или на используемом на финансовом рынке иностранном языке в соответствии с требованиями «признаваемой» иностранной биржи;

4) иностранным правом не установлены ограничения, в соответствии с которыми предложение таких ценных бумаг в РФ неограниченному кругу лиц не допускается.

Российская биржа может принять решение о допуске ценных бумаг иностранного эмитента на российский финансовый рынок до завершения процедуры их листинга на иностранной бирже, однако их обращение не может начаться раньше, чем торги на «признаваемой» иностранной бирже.

Примером допуска ценных бумаг к публичному обращению по решению биржи на основании заявления эмитента могут служить обыкновенные акции United Company RUSAL Plc, которые были допущены к публичному обращению Московской биржей после прохождения процедуры листинга на Гонконгской фондовой бирже<sup>2</sup>.

Кроме того, как уже было сказано, законодательством РФ установлен также упрощенный порядок допуска (без регистрации проспекта ценных бумаг) к публичному обращению в РФ по решению биржи для облигаций МФО, соответствующих условиям, указанным в подп. 1–3 п. 2 ст. 20.1 Закона о РЦБ.

---

Российская биржа может принять решение о допуске ценных бумаг до завершения процедуры их листинга на иностранной бирже, однако их обращение не может начаться раньше, чем торги на «признаваемой» иностранной бирже.

---

<sup>1</sup> Пункт 4.2 ст. 51.1 Закона о РЦБ.

<sup>2</sup> [moex.com/ru/listing/emidocs.aspx?id=7972&tab=2](https://moex.com/ru/listing/emidocs.aspx?id=7972&tab=2).



## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

### Допуск к публичному обращению на основании решения Банка России

Если ценные бумаги иностранного эмитента не соответствуют условиям, указанным в предыдущем разделе, они могут быть допущены к публичному обращению по решению Банка России. Принятие такого решения возможно при условии, что законодательством РФ или иностранным правом не установлены ограничения, в соответствии с которыми их предложение в РФ неограниченному кругу лиц не допускается<sup>1</sup>.

Банк России принимает решение на основании заявления российской биржи, которое должно содержать обоснование возможности допуска ценных бумаг иностранного эмитента к публичному обращению в РФ.

К заявлению должен быть приложен в том числе документ с расчетом показателей, характеризующих уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и инвестиционного риска допускаемых ценных бумаг иностранного эмитента и сравниваемых с ними ценных бумаг соответствующих видов (категорий, типов), уже допущенных к торгам на российской бирже<sup>2</sup>.

При этом биржа самостоятельно определяет ценную бумагу, допущенную к торгам на этой бирже, с которой сравнивается ценная бумага иностранного эмитента.

В случае публичного размещения и (или) публичного обращения ценных бумаг иностранного эмитента в РФ учет прав на такие ценные бумаги должен осуществлять:

— депозитарий, которому открыт счет лица, действующего в интересах других лиц, в иностранной организации, осуществляющей учет прав на ценные бумаги и соответствующей критериям, установленным нормативными актами Банка России<sup>3</sup> (например, в Clearstream Banking S.A. (CBL) или Euroclear Bank S.A./N.V., Deutsche Bank AG и т.д.), либо

Банк России может принять решение о допуске ценных бумаг к публичному обращению на основании заявления российской биржи, которое должно содержать обоснование возможности допуска.

<sup>1</sup> К ценным бумагам МФО данные требования не применяются.

<sup>2</sup> Следует учесть, что норма п. 7 ст. 51.1 Закона о РЦБ, содержащая положения о том, что показатели, характеризующие уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и инвестиционного риска, должны иметь определенные значения, исключена Федеральным законом от 27.12.2018 № 514-ФЗ. Вместе с тем в п. 3.3 Приказа ФСФР России от 06.03.2012 № 12-10/пз-н, действующего в настоящий момент, сохраняется требование о том, что для регистрации проспекта ценных бумаг дополнительно представляется документ, содержащий расчет показателей, характеризующих уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и инвестиционного риска.

<sup>3</sup> Указание Банка России от 11.11.2019 № 5311-У «О критериях, которым должна соответствовать организация, осуществляющая учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги на счете, открытом ему как лицу, действующему в интересах других лиц, в целях эмиссии российских депозитарных расписок, и которым должна соответствовать иностранная организация, осуществляющая учет прав на ценные бумаги, в которой депозитарию открыт счет лица, действующего в интересах других лиц, в целях учета прав на ценные бумаги иностранных эмитентов в случае их публичного размещения и (или) публичного обращения в Российской Федерации».

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

— депозитарий, которому открыт соответствующий счет в реестре акционеров или владельцев иных ценных бумаг такого иностранного эмитента.

Возможен также учет прав через цепочку депозитариев, то есть в российской депозитарии, которому открыт счет номинального держателя в другом российском депозитарии, соответствующем указанным признакам.

### Требования к проспекту ценных бумаг

Для целей *размещения* проспект ценных бумаг иностранного эмитента должен быть (1) составлен на русском языке, а также (2) подписан иностранным эмитентом.

В случае допуска ценных бумаг к *публичному обращению* проспект ценных бумаг иностранного эмитента может быть (1) составлен как на русском, так и на используемом на финансовом рынке иностранном языке<sup>1</sup>, а также (2) должен быть подписан иностранным эмитентом или российским брокером.

При этом если ценные бумаги не обращаются на иностранном (организованном) финансовом рынке, проспект в обязательном порядке должен быть подписан иностранным эмитентом.

Объем информации в проспекте ценных бумаг, допускаемых как к публичному размещению, так и к публичному обращению, зависит от наличия или отсутствия листинга на «признаваемой» иностранной бирже:

— при *наличии такого листинга* проспект может включать в себя информацию в объеме иностранного проспекта и каждого годового отчета, раскрытого после прохождения листинга на «признаваемой» бирже, если листинг осуществлен не более чем 3 года назад, либо в объеме годовых отчетов, раскрытых за последние 3 года, если листинг на «признаваемой» бирже осуществлен более чем 3 года назад;

— при *отсутствии такого листинга* проспект должен содержать информацию в объеме, предусмотренном для российских эмитентов, с учетом особенностей, предусмотренных личным законом иностранного эмитента.

Кроме того, при допуске ценных бумаг иностранного эмитента к организованным торгам российской биржи содержание и состав

Объем информации в проспекте ценных бумаг, допускаемых как к публичному размещению, так и к публичному обращению, зависит от наличия или отсутствия листинга на «признаваемой» иностранной бирже.

---

<sup>1</sup> В Законе о РЦБ не содержится разъяснений о том, язык какого именно финансового рынка должен использоваться для этих целей. Мы предполагаем, что под «используемым на финансовом рынке иностранным языком» может пониматься язык той биржи, где прошли процедуру листинга соответствующие ценные бумаги (см., напр., Апелляционное определение Новосибирского областного суда от 19.09.2019 по делу № 33-9351/2019).

---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

сведений в проспекте ценных бумаг иностранного эмитента, которые прошли процедуру листинга на «признаваемой» бирже, должны соответствовать дополнительным требованиям, установленным правилами российской биржи.

В случае допуска ценных бумаг к публичному обращению в РФ по решению биржи она обязана не позднее дня начала организованных торгов ценными бумагами опубликовать на своем официальном сайте на русском языке краткое изложение содержания проспекта ценных бумаг иностранного эмитента (резюме проспекта). Резюме проспекта должно быть изложено языком, понятным для лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами.

### Ценные бумаги иностранных эмитентов, которые не были допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению

Ценные бумаги иностранных эмитентов, которые не были допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению (далее — иностранные ценные бумаги, ограниченные в обороте):

1) не могут предлагаться в любой форме и любыми средствами неограниченному кругу лиц;

2) могут приобретаться и (или) отчуждаться только квалифицированными инвесторами либо лицами, которые не являются квалифицированными инвесторами, но имеют право на их приобретение и (или) отчуждение в силу прямого указания нормативно-правовых актов.

Приобретение и отчуждение таких ценных бумаг, а также их использование в качестве обеспечения исполнения обязательств должны осуществляться при посредничестве брокера.

### Приобретение ценных бумаг неквалифицированными инвесторами без участия брокера

В Приказе ФСФР России от 05.04.2011 № 11-8/пз-н «Об утверждении Положения об особенностях обращения и учета прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и иностранные ценные бумаги» (далее — Приказ ФСФР) указаны случаи, когда такие ценные бумаги могут приобретаться неквалифицированными инвесторами без участия брокеров.

Такое приобретение и (или) отчуждение возможно, если оно осуществляется:

1) иностранным юридическим или физическим лицом;

2) на основании условий трудового договора (контракта) или в связи с исполнением физическим лицом обязанностей, предусмо-

---

Если ценные бумаги не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению в РФ, их приобретение и отчуждение, а также использование в качестве обеспечения возможны при посредничестве брокера.

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

тренных трудовым договором (контрактом), или в связи с членством физического лица в совете директоров (наблюдательном совете) юридического лица;

3) в результате реализации преимущественного права приобретения ценных бумаг того же эмитента (лица, обязанного по ценной бумаге);

4) в результате реорганизации эмитента (лица, обязанного по ценной бумаге), а также в иных случаях, предусмотренных приказом<sup>1</sup>.

На первый взгляд данные положения исчерпывающим образом раскрывают случаи, когда непубличное обращение иностранных ценных бумаг, ограниченных в обороте, не требует статуса квалифицированного инвестора и обращения к услугам профессиональных участников рынка.

Однако, во-первых, несмотря на то что Приказ ФСФР является действующим, ФСФР — упраздненный регулятор. В связи с этим есть риск, что Банк России может принять новый акт, отменяющий существующие для инвесторов возможности.

Во-вторых, не совсем ясно соотношение приведенных исключений, содержащихся в Приказе ФСФР, с запретом, установленным в п. 13 ст. 51.1 Закона о РЦБ, согласно которому ценные бумаги иностранных эмитентов, не допущенные к публичному размещению и (или) публичному обращению, не могут предлагаться в любой форме и любыми средствами:

- неограниченному (неопределенному) кругу лиц;
- лицам, не являющимся квалифицированными инвесторами.

#### Пример: выпуск для сотрудников опционов на иностранные акции

Например, иностранные компании могут выпускать опционы на иностранные акции, не допущенные к публичному обращению в РФ, для поощрения сотрудников, работающих в дочерних компаниях в РФ и не являющихся квалифицированными инвесторами.

С одной стороны, такие акции подпадают под требования Приказа ФСФР, в связи с чем должны свободно отчуждаться указанным лицам, не имеющим статуса квалифицированных инвесторов.

С другой стороны, подобные операции могут быть признанными противоречащими запрету, установленному в п. 13 ст. 51.1 Закона о РЦБ, поскольку, согласно указанной норме, такие акции не могут предлагаться неквалифицированным инвесторам.

---

<sup>1</sup> Пункт 1.2 Приказа ФСФР.

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

Данная коллизия может быть решена, если рассматривать норму п. 14 ст. 51.1 Закона о РЦБ, устанавливающую порядок отчуждения иностранных акций, в совокупности с приведенными положениями Приказа ФСФР как специальную норму, имеющую приоритет над п. 13 ст. 51.1 Закона о РЦБ.

В пользу такого толкования можно привести аргумент о том, что цель запрета, введенного п. 13 ст. 51.1 Закона о РЦБ, — не допустить привлечения к иностранным ценным бумагам, ограниченным в обороте, внимания неопределенного круга лиц, *не имеющих прав на их приобретение*.

Так, согласно толкованию Конституционного суда РФ, норма п. 13 ст. 51.1 Закона о РЦБ направлена на защиту интересов участников рынка ценных бумаг и обеспечение доступа к отдельным финансовым инструментам, действия с которыми требуют профессиональной и квалифицированной оценки инвестиционных рисков, лиц, обладающих соответствующими навыками, опытом и знаниями.

В то же время законодательство разрешает доступ неквалифицированных инвесторов — сотрудников к таким иностранным финансовым инструментам путем их приобретения, то есть предоставляет им права на приобретение таких ценных бумаг.

Есть и другой спорный момент при предложении таких опционов сотрудникам. С одной стороны, такие опционы могут рассматриваться по аналогии с подходом, приведенным в ст. 429.2 ГК РФ, как оферты, опосредующие предложение иностранных акций в РФ, то есть не как обособленные финансовые инструменты. Однако, с другой стороны, в некоторых правовых системах опционы определяются как один из видов финансовых инструментов.

Поскольку в Законе о РЦБ отсутствует легальное определение термина «иностранные финансовые инструменты», не исключен риск того, что регулятор может рассмотреть такой опцион в качестве самостоятельного ИФИ, не квалифицированного как ценная бумага в РФ.

При этом, как было сказано ранее, предложение иностранных финансовых инструментов неквалифицированным инвесторам в РФ запрещено, если такие инструменты не квалифицированы в качестве ценных бумаг в РФ.

Поэтому предложение сотрудникам опционов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг в РФ, может быть расценено как не соответствующее действующему законодательству (при консервативном толковании закона).

Предложение сотрудникам опционов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг в РФ, может быть расценено как не соответствующее действующему законодательству (при консервативном толковании закона).

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

## **Выпуск ценных бумаг путем учреждения российской организации – эмитента**

Иностранная организация может учредить в России компанию, которая выступит эмитентом российских ценных бумаг. Такая компания может быть учреждена в форме обычного хозяйственного общества или «независимого» специализированного общества, создаваемого исключительно для привлечения денежных средств за счет выпуска облигаций и последующей передачи вырученных денежных средств инициатору сделки.

### **Обычное хозяйственное общество – эмитент**

Обычное хозяйственное общество (ООО или АО) может быть создано как для ведения бизнеса на территории РФ, так и для конкретной сделки по привлечению финансирования без осуществления какой-либо операционной деятельности (как SPV).

Так, например, белорусский ритейлер ООО «Евроторг» в 2019 г. разместил в РФ облигации, обеспеченные публичной безотзывной офертой, эмитентом которых выступила специально созданная для этих целей организация.

Выпуск облигаций был осуществлен ООО «Ритейл Бел Финанс», единственным участником на момент их размещения являлся Фонд «Штихтинг РБФ»<sup>1</sup>.

### **Специализированное общество**

SPV может быть создано в форме специализированного финансового общества (СФО) или специализированного общества проектного финансирования (СОПФ)<sup>2</sup>.

Специализированными обществами могут быть выпущены облигации с повышенной инвестиционной привлекательностью. Данный эффект может быть достигнут прежде всего за счет отделения (обособления) качественных активов, способных генерировать постоянный денежный поток от имущества инициатора сделки, привлекающего финансирование, что позволяет нивелировать риск обращения взыскания на такие активы по долгам инициатора сделки, в том числе при банкротстве. Указанное обособление достигается за счет продажи активов в пользу специализированного общества. В свою очередь специализированное общество выпускает облигации, обеспеченные залогом таких активов. Расчет с инициатором сделки

---

Обычное хозяйственное общество (ООО или АО) может быть создано как для ведения бизнеса на территории РФ, так и для конкретной сделки по привлечению финансирования без осуществления какой-либо операционной деятельности (как SPV).

---

<sup>1</sup> Эмиссионная документация ООО «Ритейл Бел Финанс»: [e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=37832&type=7](http://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=37832&type=7).

<sup>2</sup> Статьи 15.1, 15.2 Закона о РЦБ.



---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

по договору купли-продажи активов (цессии) осуществляется за счет привлеченных с рынка средств.

### СФО

Условно можно выделить два вида СФО в зависимости от целей и предмета его деятельности:

— «обычное» СФО: целями и предметом деятельности являются приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств (денежных требований) по обязательствам, приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, и эмиссия облигаций, обеспеченных залогом денежных требований;

— «структурное» СФО: целями и предметом деятельности являются приобретение ценных бумаг, ИФИ, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, денежных требований по кредитным договорам и договорам займа, заключение договоров, являющихся ПФИ, размещение во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретение драгоценных металлов, предоставление займов, заключение договоров страхования рисков и эмиссия структурных облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и (или) иного имущества.

Облигации СФО могут быть обеспечены правами требования по любому договору, обеспечивающему кредиторов длительным денежным потоком. На практике обычно уступаются права требования по кредитным договорам, договорам лизинга, факторинга, а также некоторым иным видам договоров.

### СОПФ

По общему правилу, СОПФ — это общество, которое создается для финансирования долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем:

— приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и

— эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.

---

## Олег УШАКОВ и др.

---

На сегодняшний день Банком России зарегистрирована единственная программа облигаций, выпущенная от имени СОПФ, а также размещен первый выпуск облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и государственной гарантией РФ.

Эмитентом облигаций в рамках такой программы выступило дочернее общество ВЭБ.РФ — ООО «СОПФ ФПФ».

### Эмиссия ценных бумаг

Законодательство о рынке ценных бумаг устанавливает процедуру эмиссии ценных бумаг, состоящую из пяти этапов:

- 1) принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
- 2) утверждение решения о выпуске в случаях, предусмотренных законом;
- 3) регистрация выпуска;
- 4) размещение;
- 5) государственная регистрация отчета об итогах выпуска или представление уведомления об итогах выпуска.

### Принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг

Первоначально уполномоченный орган управления компании, планирующей привлечь финансирование, должен принять решение, в котором будут определены основные параметры планируемой эмиссии ценных бумаг.

Орган управления эмитента, к компетенции которого относится принятие решения о размещении, зависит от вида эмитента и размещаемых ценных бумаг:

— в ООО принятие решения о размещении облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, по общему правилу, относится к компетенции ОСУ<sup>1</sup>;

— в АО решение об увеличении УК путем размещения дополнительных акций принимается ОСА или советом директоров, если в соответствии с уставом общества ему предоставлено право принимать такое решение, тогда как размещение облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг осуществляется по решению совета директоров, если иное не предусмотрено уставом общества<sup>2</sup>.

Согласно Закону о РЦБ в редакции изменений, вступивших в силу 1 января 2020 г., обязательным является утверждение уполномоченным органом управления АО решения о выпуске акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции.

<sup>1</sup> Вместе с тем допускается, чтобы уставом ООО данное полномочие было отнесено к компетенции совета директоров (п. 11 ч. 2.1 ст. 32 Федерального закона от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»).

<sup>2</sup> При этом размещение обществом облигаций, конвертируемых в акции, и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, должно осуществляться по решению того органа, к компетенции которого отнесено принятие решения о размещении акций (об увеличении УК путем размещения дополнительных акций).

---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

### Утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг

Согласно Закону о РЦБ в редакции изменений, вступивших в силу 1 января 2020 г., обязательным является утверждение уполномоченным органом управления АО решения о выпуске акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции.

В отношении неконвертируемых облигаций утверждение решения о выпуске по новым правилам не требуется, при этом необходимо также учитывать положения устава общества по данному вопросу.

### Регистрация выпуска эмиссионных ценных бумаг

По общему правилу, регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг осуществляется Банком России, а в определенных случаях — регистратором, биржей или центральным депозитарием.

Так, регистратор вправе осуществлять регистрацию только в тех случаях, когда выпускаются акции, подлежащие размещению при учреждении АО, а также акции непубличных АО, размещаемые посредством закрытой подписки с использованием инвестиционной платформы<sup>1</sup>. При выпуске указанных ценных бумаг кредитными организациями или некредитными финансовыми организациями регистрирующим органом может выступать только Банк России.

В свою очередь биржа и центральный депозитарий вправе выполнять регистрационные функции только в случаях привлечения долгового капитала, а именно в отношении выпусков облигаций (Debt Capital Markets, DCM), соответствующих специальным требованиям Закона о РЦБ.

### Размещение эмиссионных ценных бумаг

Размещение осуществляется посредством совершения эмитентом гражданско-правовых сделок, направленных на отчуждение эмиссионных ценных бумаг их первым владельцам, а также внесения приходных записей по лицевым счетам (счетам депо) таких первых владельцев.

Эмитент имеет право начинать размещение ценных бумаг только после регистрации их выпуска.

---

В настоящий момент эмитент освобожден законом от обязанности представлять в Банк России уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

---

<sup>1</sup> Инвестиционная платформа – информационная система в интернете, используемая для заключения с помощью информационных технологий и технических средств этой информационной системы договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы (ст. 1 Федерального закона от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации») (вступила в силу с 01.01.2020).

---

**Олег УШАКОВ и др.**

---

Размещение эмиссионных ценных бумаг осуществляется в соответствии с определенными эмитентом условиями размещения.

#### Государственная регистрация отчета об итогах выпуска (или предоставление уведомления об итогах выпуска)

Не позднее 30 дней после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить для государственной регистрации в Банк России отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

В случаях, предусмотренных Законом о РЦБ, в Банк России в указанный срок может быть представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Такое уведомление представляется регистратором, осуществляющим ведение реестра владельцев ценных бумаг эмитента, или депозитарием, осуществляющим централизованный учет прав на ценные бумаги эмитента.

Таким образом, в настоящий момент эмитент освобожден законом от обязанности представлять в Банк России уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

#### Проспект ценных бумаг

Регистрация ценных бумаг, по общему правилу, должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг. Однако Закон о РЦБ предусматривает ряд случаев, когда выпуск возможен без регистрации проспекта, а именно:

1) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются только квалифицированным инвесторам и лицам, имеющим преимущественное право приобретения размещаемых акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции;

2) в соответствии с условиями размещения акций и (или) эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, они предлагаются только лицам, которые на определенную дату являлись или являются акционерами акционерного общества — эмитента;

3) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг они предлагаются заранее определенному кругу лиц, число которых не превышает 150, без учета квалифицированных инвесторов и лиц, имеющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг;

4) сумма денежных средств, привлекаемых эмитентом путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпу-

---

## Варианты выхода иностранных компаний на российский финансовый рынок

---

сков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года, не превышает 1 млрд руб.;

5) сумма привлекаемых эмитентом, являющимся кредитной организацией, денежных средств путем размещения облигаций одного или нескольких выпусков (дополнительных выпусков) в течение одного календарного года не превышает 4 млрд руб.;


6) в соответствии с условиями размещения эмиссионных ценных бумаг сумма денежных средств, вносимая в их оплату каждым из потенциальных приобретателей, за исключением лиц, осуществляющих преимущественное право приобретения соответствующих ценных бумаг, составляет не менее 1,4 млн руб.;

7) облигации размещаются в рамках программы облигаций и с даты регистрации проспекта облигаций, зарегистрированного одновременно с регистрацией программы облигаций, не истек один год.

### Досрочное погашение

Российское законодательство о рынке ценных бумаг позволяет включить в эмиссионные документы выпуска облигаций возможность амортизации, то есть частичного досрочного погашения обязательств эмитента перед инвесторами. Для этого необходимо определить в решении о выпуске основные условия такого погашения (механизм планового погашения/амортизации).

При частичном досрочном погашении облигаций по усмотрению эмитента решение о таком частичном погашении, как правило, принимается эмитентом до даты начала размещения облигаций. В таком решении эмитент определяет номера купонных периодов, в дату окончания которых будет осуществляться досрочное погашение, а также процент от номинальной стоимости, подлежащий погашению в соответствующую дату.

Также возможно полное досрочное погашение: как по усмотрению эмитента, так и по требованию владельцев облигаций. Например, владельцы облигаций имеют право на досрочное погашение в ряде случаев, предусмотренных законодательством, которые нельзя исключить в решении о выпуске (при существенном нарушении условий исполнения обязательств по облигациям, а также в иных случаях, предусмотренных законодательством РФ<sup>1</sup>). 

---

<sup>1</sup> В решении о выпуске облигаций эмитент вправе предусмотреть, что утрата обеспечения по облигациям или существенное ухудшение условий такого обеспечения не признается существенным нарушением условий исполнения обязательств по облигациям (п. 5 ст. 17.1 Закона о РЦБ).