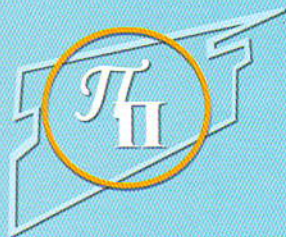


# ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЕ ПРАВО

№ 3, 2018



- **Институт крупной сделки в российском праве: основные этапы, тенденции и перспективы развития**
- **Либерализация статуса хозяйственных партнерств: потребности бизнеса, ожидания и оценка прогнозируемых результатов**
- **Экономико-правовые аспекты Организации стран — экспортеров нефти (ОПЕК)**

ISSN 1999-4788



9 771999 478774 >

# ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЕ ПРАВО

## № 3 / 2018

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ИЗДАНИЕ. Свидетельство Федеральной службы по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор) ПИ № ФС77-50247 от 15.06.2012. Издаётся 2 раза в полугодие

### Учредитель: РАЮН

#### Главные редакторы:

Губин Е.П., д.ю.н., профессор  
Ершова И.В., д.ю.н., профессор  
Попондопуло В.Ф., д.ю.н., профессор

#### Заместитель главных редакторов:

Лаутс Е.Б., к.ю.н., доцент

#### Редакционный совет:

Андреев В.К., д.ю.н., профессор  
Андреева Л.В., д.ю.н., профессор  
Белых В.С., д.ю.н., профессор  
Бобкова А.Г., д.ю.н., профессор  
Гаджиев Г.А., д.ю.н., профессор  
Дедов Д.И., д.ю.н., профессор  
Дойников И.В., д.ю.н., профессор  
Енькова Е.Е., к.ю.н., доцент  
Занковский С.С., д.ю.н., профессор  
Зеккер Франц Юрген, д.ю.н., профессор  
Исмаилов Ш.М., д.ю.н., профессор  
Карелина С.А., д.ю.н., профессор  
Клеандров М.И., д.ю.н., профессор  
Коновалов А.И., к.ю.н., доцент  
Косякова Н.И., д.ю.н., профессор  
Лаутс Е.Б., к.ю.н., доцент  
Лахно П.Г., к.ю.н., доцент  
Лебедев К.К., к.ю.н., доцент  
Михайлов Н.И., д.ю.н., профессор  
Отнюкова Г.Д., к.ю.н., профессор  
Паращук С.А., к.ю.н., доцент  
Пыхтин С.В., к.ю.н., доцент  
Ручкина Г.Ф., д.ю.н., профессор  
Салиева Р.Н., д.ю.н., профессор  
Семеусов В.А., д.ю.н., профессор  
Цимерман Ю.С., д.ю.н., профессор  
Шиткина И.С., д.ю.н., профессор

### Проблемы корпоративного права

- Габов А.В. Институт крупной сделки в российском праве: основные этапы, тенденции и перспективы развития ..... 3
- Чеховская С.А. Новые контуры корпоративного права ..... 31
- Синицын С.А. Либерализация статуса хозяйственных партнерств: потребности бизнеса, ожидания и оценка прогнозируемых результатов..... 42

### Актуальные вопросы предпринимательского права

- Белых В.С., Алексеенко А.П. Американские депозитарные расписки: иностранные инвестиции или нет? ..... 48
- Клеандров М.И. О суде для самозанятого сельского предпринимателя ..... 54

### Актуальные вопросы энергетического права

- Занковский С.С. Экономико-правовые аспекты Организации стран — экспортеров нефти (ОПЕК) .... 65

### Обзоры и рецензии

- Обзор VII Всероссийской научно-практической конференции «Право и бизнес»: «Правовая среда бизнеса: интеграция науки, образования, практики» И.В. Ершова..... 74
- Обзор научно-практической конференции «Интеллектуальная собственность в условиях цифровой экономики» Ю.С. Харитонова..... 77
- Новые публикации по проблемам предпринимательского права О.И. Генцовт..... 80

Информацию о журнале «Предпринимательское право» вы можете также найти на сайте Юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова в сети Интернет [www.law.msu.ru](http://www.law.msu.ru)

Главный редактор  
Издательской группы «Юрист»  
Гриб В.В.

Заместители главного редактора  
Издательской группы «Юрист»:  
Бабкин А.И., Белых В.С., Ренов Э.Н.,  
Платонова О.Ф., Трунцевский Ю.В.

Редакция:  
Лаптева Е.А., Курукина Е.И.

Телефон редакции (495) 953-91-08

Адрес для корреспонденции:  
115035, г. Москва,  
Космодамианская наб., д. 26/55, стр. 7  
E-mail: [avtor@lawinfo.ru](mailto:avtor@lawinfo.ru)

Подписка по России:  
Каталог «Роспечать» — 84286;  
«Объединенный каталог» — 11161;  
Каталог российской прессы (МАП) — 61893,  
а также через [www.gazety.ru](http://www.gazety.ru).

Центр редакционной подписки:  
(495) 617-18-88 (многоканальный)  
Формат 170x252 мм. Печать офсетная.  
Физ. печ. л. — 5,0. Усл. печ. л. — 5,0.  
Номер подписан в печать 06.08.2018.  
Номер вышел в свет: 05.09.2018.  
Тираж 2000 экз. Цена свободная.  
Отпечатано в типографии  
«Национальная полиграфическая группа»  
248031, г. Калуга, ул. Светлая, д. 2  
Тел. (4842) 70-03-37

ISSN: 1999-4788

Журнал рекомендован Высшей аттестационной комиссией Министерства образования и науки РФ для публикации основных результатов диссертаций на соискание ученой степени доктора наук.

Плата с авторов за публикацию статей не взимается.  
Полная или частичная перепечатка материалов без письменного разрешения авторов статей или редакции преследуется по закону.

Журнал включен в базу данных  
Российского индекса научного цитирования (РИНЦ)

18

2018

и юри-  
душно-  
экономико-  
технических,

## Американские депозитарные расписки: иностранные инвестиции или нет?



**Белых Владимир Сергеевич,**  
заведующий кафедрой предпринимательского права  
Уральского государственного юридического университета,  
заслуженный деятель науки Российской Федерации,  
доктор юридических наук, профессор  
[belykhvs@mail.ru](mailto:belykhvs@mail.ru)



**Алексеенко Александр Петрович,**  
старший преподаватель кафедры  
гражданско-правовых дисциплин  
Владивостокского государственного университета экономики и сервиса,  
кандидат юридических наук, магистр юриспруденции  
[alekseenko.a.p@gmail.com](mailto:alekseenko.a.p@gmail.com)

*Практика международных арбитражей показывает, что к иностранным инвестициям они относят американские депозитарные расписки. В этой связи в данной статье рассмотрены характерные черты АДР. Сделан вывод, что АДР, выпущенные на акции российских юридических лиц, представляют собой инвестиции на территории США, а не на территории России. Поэтому АДР в спорах, где ответчиком выступает Российская Федерация, в качестве инвестиций, на которые распространяется защита, предусмотренная договорами о защите и поощрении капиталовложений, рассматривать не следует.*

**Ключевые слова:** инвестиции, депозитарные расписки, АДР, акции, инвестиционный арбитраж.

### American Depository Receipts: Foreign Investments or Not?

**Belykh Vladimir S.**

Head of the Department of Entrepreneurial Law of the Ural State Law University  
Doctor of Law  
Professor  
Honored Scientist of the Russian Federation

**Alekseenko Aleksandr P.**

Senior Lecturer of the Department of Civil and Legal Disciplines  
of the Vladivostok State University of Economics and Service  
Candidate of Legal Sciences  
Master of Laws

*The practice of international arbitration shows that American depository receipts are considered as foreign investments. Therefore the authors examine key features of ADRs. It is concluded that ADRs issued on shares of Russian companies are investments in the United States, not in Russia. Thus American depository receipts are not foreign investments for Russian economy, and they should not be protected by the Bilateral Investments Treaties.*

**Keywords:** investment, depository receipts, ADR, shares, investment arbitration.

Для любого инвестора вопрос защиты его инвестиций является одним из важнейших. В связи с этим возрастает значение различного рода механизмов, при помощи которых возможна защита инвестиций. В отно-

шениях, связанных с иностранными инвесторами, такого рода механизмы закрепляются, как правило, в двусторонних международных договорах о защите и поощрении капиталовложений, двусторонних инвестиционных

договорах  
гласно с  
Конфере  
развитию  
состояни  
(в том ч  
СССР) и  
84 ДИД,  
силу и явл

Помим  
защиты ин  
ний), наз  
в себе и де  
рые позво  
и инвести  
междуна  
арбитраж  
на закреп  
ции в соот  
толковати  
широко. Т  
изошла, н  
Valores SI  
SICAV S.A  
ALOS 34 S  
(SCC Case  
ном на ос  
Испанией  
смог дока  
убедить ар  
государст  
американ  
писки (да  
общества  
мнению и  
инвестиц  
тории Рос

<sup>1</sup> Country-s  
Treaties  
investme  
CountryB  
шения: 0  
<sup>2</sup> Quasar d  
Valores S  
and ALOS  
(SCC Ca  
[48](https://w<br/>case-docu<br/><sup>3</sup> Соглаше<br/>содействи<br/>защите и<br/>г. Мадри<br/>тантПлю</p></div><div data-bbox=)

договорах (далее — ДИД). Так, согласно статистическим данным Конференции ООН по торговле и развитию (далее — ЮНКТАД), по состоянию на апрель 2018 г. Россия (в том числе как правопреемник СССР) является подписантом 84 ДИД, из которых 64 вступили в силу и являются действующими<sup>1</sup>.

Помимо гарантий, касающихся защиты инвестиций (капиталовложений), названные договоры содержат в себе и дефинитивные нормы, которые позволяют определить инвестора и инвестиции. Между тем практика международных инвестиционных арбитражей показала, что, несмотря на закрепление понятия инвестиции в соглашении, арбитры могут толковать этот термин достаточно широко. Такого рода ситуация произошла, например, в деле *Quasar de Valores SICAV S.A., Orgor de Valores SICAV S.A., GBI 9000 SICAV S.A. and ALOS 34 S.L. v. The Russian Federation* (SCC Case № 24/2007)<sup>2</sup>, рассмотренном на основе ДИД между СССР и Испанией<sup>3</sup>. Истец по данному делу смог доказать подсудность спора и убедить арбитраж взыскать убытки с государства за экспроприированные американские депозитарные расписки (далее — АДР) акционерного общества «ЮКОС», которые, по мнению истца, представляли собой инвестиции, совершенные на территории России.

По мнению России, АДР представляют собой «коммерческую сделку», а не «имущественный интерес» в ЮКОСе и поэтому не являются инвестициями. При этом представители Российской Федерации заявляли, что, даже если АДР и признать инвестициями, правовая защита, закрепленная ДИД, не распространяется на их владельцев, так как они выдаются американскими банками или трастовыми компаниями, т.е. их приобретатель инвестирует не на территории государства — реципиента инвестиций. Действительно, в ст. 2 ДИД между СССР и Испанией указано, что оно распространяется на территорию, над которой каждая из сторон осуществляет или может осуществлять в соответствии с международным правом юрисдикцию или суверенные права. То есть из буквального толкования следует, что АДР не могут быть инвестициями, на которые распространяется договор.

В решении по предварительным возражениям<sup>4</sup> арбитраж сделал вывод, что АДР являются ценными бумагами, а значит, на них распространяются положения п. 2 ст. 1 Советско-испанского ДИД, так как в договоре говорится о любых имущественных ценностях, при этом права на АДР вытекают из прав на акции. Следовательно, лицо, приобретающее АДР, инвестирует тем самым в акции российского юридического лица, так как они являются средством привлечения средств. Кроме того, арбитраж посчитал, что инвестиции совершены на территории стороны договора. Мотивировал он это тем, что ст. 2 ДИД, говорящую о том, что

Практика международных инвестиционных арбитражей показала, что, несмотря на закрепление понятия инвестиции в соглашении, арбитры могут толковать этот термин достаточно широко.

<sup>1</sup> Country-specific Lists of Bilateral Investment Treaties // ЮНКТАД. URL: <http://investmentpolicyhub.unctad.org/IIA/CountryBits/175#iiaInnerMenu> (дата обращения: 06.03.2018).

<sup>2</sup> *Quasar de Valores SICAV S.A., Orgor de Valores SICAV S.A., GBI 9000 SICAV S.A. and ALOS 34 S.L. v. The Russian Federation* (SCC Case № 24/2007) // Itlaw. URL: <https://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/ital1075.pdf>

<sup>3</sup> Соглашение между СССР и Испанией о содействии осуществлению и взаимной защите капиталовложений (заключено в г. Мадриде 26.10.1990) // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>4</sup> *Arbitration V (02412007): Renta 4 S.V.S.A., et al v. The Russian Federation. Award On Preliminary Objections 20 March 2009* // Itlaw. URL: <https://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/ita0714.pdf>



арбитражный апелляционный суд указывает, что «АДР — это ценные бумаги, эмитированные по законодательству США, удостоверяющие права собственности по иностранным (для США) ценным бумагам, в частности по акциям российских компаний»<sup>9</sup>. Следовательно, выпуск в обращение АДР подчинен американскому законодательству, однако сами АДР могут возникнуть только тогда, когда существует признанный в соответствии с иностранным законодательством объект — эмиссионные ценные бумаги в виде акций (облигаций). Это, в свою очередь, означает, что оборот АДР регулируется нормативными правовыми актами США, в то время как реализация владельцем АДР прав, связанных уже непосредственно с акциями, будет регулироваться законодательством государства, юридическим лицом которого является акционерное общество. Так, «выплата дивидендов владельцам акций российских компаний, в том числе владельцам АДР, выпущенных на акции российских компаний, осуществляется по правилам законодательства РФ с учетом особенностей, связанных со статусом АДР»<sup>10</sup>.

Итак, АДР позволяет получить часть прав акционера организации согласно заключенному соглашению, при этом не получая статуса акционера и напрямую юридически не связывая себя с Россией. По мнению представителей экономической науки, указанные свойства АДР необходимы для достижения нескольких целей. Так, «для американского инвестора использование АДР — это прежде всего снижение

кредитного риска и один из способов приобретения наиболее доходных иностранных ценных бумаг, а у российских компаний — одна из возможностей получения иностранных инвестиций, возможность заключать сделки с крупнейшими западными компаниями, желающими вкладывать денежные средства в ценные бумаги российских эмитентов, но опасаящимися напрямую выйти на наш рынок из-за множества проблем, таких, например, как несовершенство законодательной базы, слабость финансовой инфраструктуры и отсутствие отлаженного механизма перерегистрации прав собственности на ценные бумаги»<sup>11</sup>. Из изложенного следует, что инвестор, приобретая АДР, преследует в качестве цели совершение инвестирования в рамках законодательства США, т.е. полностью избегая иностранной юрисдикции.

Нет сомнений, что АДР, как и любая другая ценная бумага, обладает всеми признаками инвестиций. Однако является ли такая инвестиция капиталовложением на территории США или на территории государства, где акции выпущены, однозначно ответа нет.

Есть мнение, что «поскольку основной экономической составляющей, например, АДР является именно акция компании в принимающем государстве, то приобретение АДР следует рассматривать в качестве инвестиции на территории принимающего государства»<sup>12</sup>. Действительно,

Инвестор, приобретая АДР, преследует в качестве цели совершение инвестирования в рамках законодательства США, т.е. полностью избегая иностранной юрисдикции.

<sup>9</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 24 ноября 2016 г. № 09АП-52086/2016-АК по делу № А40-124556/16 // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>10</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 18 мая 2016 г. № Ф05-5843/2016 по делу № А40-151411/2015 // СПС «КонсультантПлюс».

<sup>11</sup> Морозова Т.А. Американские депозитарные расписки как инструмент привлечения инвестиций в российскую экономику: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. М., 2006. 185 с.

<sup>12</sup> Уоскин С.В. Инвестарбитраж и корпоративное право: инвестиции через сложную холдинговую структуру и в производные ценные бумаги // Закон. 2016. № 4. С. 127–135.

положительный экономический эффект в конечном итоге наступает у лица, которое эмитировало акции, на которые затем были выпущены АДР. Таким подходом руководствуются и международные арбитражи, что уже было отмечено в рассмотренном выше решении по делу с участием России. Примечательно, что это не единичный случай и можно говорить о складывании соответствующей практики. Так, рассматривая спор между владельцами АДР и Аргентиной, Международный центр по урегулированию инвестиционных споров пришел к выводу, что «к финансовым инструментам не могут применяться те же правила определения места их нахождения, что и к вещам, а значит, во внимание нужно принимать конечного получателя денежных средств, уплаченных за являющиеся предметом спора производные ценные бумаги»<sup>13</sup>. Однако такой подход фактически отменяет то обстоятельство, что оборот АДР не связан юрисдикционно с акциями, на которые они выпущены. Кроме того, если исходить из идеи о том, что инвестиции получает конечный получатель денежных средств, то можно прийти к абсурдным выводам. Так, например, руководствуясь логикой арбитра, можно утверждать, что лицо, которое приобрело товары иностранного производства в государстве, куда эти товары были импортированы, совершило инвестиции. Ведь в этом случае также конечным получателем выгоды является организация, экспортирующая товары.

Противники признания АДР инвестициями отмечают, что «приобретение инвестором не акции российского общества, а, например, депозитарной расписки на нее отражает

<sup>13</sup> *Abaclat and Others v. Argentine Republic*, ICSID Case № ARB/07/5 (formerly *Giovanna a Beccara and Others v. The Argentine Republic*) // *Italaw*. URL: <https://www.italaw.com/cases/35>

сознательный выбор инструмента, не связанного юридически с Россией. Одним из преимуществ такого инструмента является как раз подчинение исключительно иностранному праву и рассмотрение спора иностранным судом или арбитражем»<sup>14</sup>. Действительно, инвесторы, «де-факто предоставляя свои средства для развития иностранной корпорации, де-юре приобретают ценные бумаги, выпущенные эмитентами своей страны»<sup>15</sup>. Именно уполномоченный банк в США осуществляет выпуск АДР, именно с ним у инвестора и возникают правоотношения. Кроме того, выгодоприобретателем от эмиссии АДР является не только акционерное общество, на чьи акции депозитарные расписки выпущены, но и банк — эмитент АДР.

Итак, исходя из изложенного выше, видно, что АДР эмитируются исключительно по законодательству США. Инвесторы, приобретая их, вкладывают капитал в банк-эмитент, который и является юридически владельцем акций. Конечно, банк-эмитент осуществляет взаимодействие с организатором инвестирования, а экономический эффект положительно сказывается на акционерном обществе, выпустившем акции<sup>16</sup>. Однако владельцы АДР не вступают в отношения непосредственно с организатором инвестирования, круг их прав по отношению к хозяйственному обществу зависит исключительно от того объема, который указан при размещении АДР. При этом от выпуска АДР выгоду получает и банк-эмитент. Кроме того, АДР обращаются на фондовом рынке США, а это означает, что их оборот,

<sup>14</sup> Усоскин С.В. Указ. соч. С. 135.

<sup>15</sup> *Корпоративное право* : учеб. курс : в 2 т. / Е.Г. Афанасьева, В.А. Вайпан, А.В. Габов и др. ; отв. ред. И.С. Шиткина. М. : Статут, 2018. Т. 2. С. 126.

<sup>16</sup> *Рынок ценных бумаг* : учебник для бакалавров / А.Ю. Аршавский [и др.] ; под общ. ред. Н.И. Берзона. 3-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2013. 537 с.

так же как и юрисдикция. Все это в соответствии с тем, что инвесторы вложили средства в государство. Инвестиции являются непосредственно американскими. Следовательно, приобретение АДР российскими гражданами не является преимуществом инвесторов из России.

#### Литература

1. Габов А.В. (Лондон) / ...
2. Корпоративное право, ...
3. Морозов А.В. (Морозов) / ...
4. Рынок ценных бумаг, ...
5. Усоскин С.В. (Усоскин) / ...
6. Хомичев Е.Г. (Хомичев) / ...

так же как и эмиссия, находится вне юрисдикции Российской Федерации. Все это в совокупности показывает, что инвестор осуществляет капиталовложение в экономику США, а не государства, где выпущены акции. Инвестиции в акционерное общество непосредственно осуществляет именно американский банк-эмитент. Следовательно, нельзя считать приобретение АДР, выпущенных на акции российских хозяйственных обществ, инвестициями на территории России.

Итак, несмотря на тот факт, что АДР все же представляют собой инвестиции на территории США, арбитражи, как уже указывалось, считают иначе. В этой связи Правительство РФ при заключении новых ДИД следует однозначно указывать, что депозитарные расписки (любые, за исключением российских депозитарных расписок) не являются инвестициями на территории России.

Приобретение АДР, выпущенных на акции российских хозяйственных обществ, нельзя считать инвестициями на территории России.

#### Литература

1. Габов А.В. Листинг ценных бумаг на Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange): правовые аспекты / А.В. Габов, А.Л. Дюжинов // Предпринимательское право. 2013. № 4. С. 6–24.
2. Корпоративное право : учеб. курс : в 2 т. Т. 2 / Е.Г. Афанасьева, В.А. Вайпан, А.В. Габов и др. ; отв. ред. И.С. Шиткина. М. : Статут, 2018. 990 с.
3. Морозова Т.А. Американские депозитарные расписки как инструмент привлечения инвестиций в российскую экономику : дис. ... канд. экон. наук / Т.А. Морозова. М., 2006. 185 с.
4. Рынок ценных бумаг : учебник для бакалавров / А.Ю. Аршавский и др. ; под общ. ред. Н.И. Берзона. 3-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2013. 537 с.
5. Усоскин С.В. Инвестарбитраж и корпоративное право: инвестиции через сложную холдинговую структуру и в производные ценные бумаги / С.В. Усоскин // Закон. 2016. № 4. С. 127–135.
6. Хоменко Е.Г. Депозитарные расписки в банковской практике / Е.Г. Хоменко // Банковское право. 2010. № 1. С. 34–37.