

К вопросу о депозитарных расписках: их понятия, виды и механизм обращения.

Студент ЛФ РАНХиГС 3 курса
Берсенев Виталий

Покупка инвесторами ценных бумаг иностранных фирм без резидентов-посредников не производится. Между тем потребность в таких ценных бумагах существует. Возможность реализовать эту потребность появилась после возникновения схемы продажи ценных бумаг при помощи так называемых депозитарных расписок — свободно обращающихся на фондовом рынке вторичных ценных бумаг.

В настоящее время одной из особенностей развития организованных финансовых рынков, ярко выраженной тенденцией является глобализация — появление на базе национальных рынков международного рынка. Международный рынок можно условно разделить на внутренний и внешний. Из-за законодательной, политической и экономической нестабильности, проблем, связанных с налогообложением и конвертированием, покупка инвесторами ценных бумаг иностранных фирм без резидентов-посредников не производится.

Между тем потребность в таких ценных бумагах существует. Возможность реализовать эту потребность появилась после возникновения в США схемы продажи ценных бумаг при помощи так называемых депозитарных расписок.

Поводом для выпуска депозитарных расписок послужил запрет в 1927 г. законодательством Великобритании вывоза из страны национальных ценных бумаг.

В свою очередь, законодательство США запрещает свободное хождение в стране ценных бумаг нерезидентов. Они могут быть предложены на американском фондовом рынке только через **ADR** (американские депозитарные расписки). Рынок депозитарных расписок начал активно развиваться в 70-80-е гг. XX в. вслед за интеграцией мирового капитала. В 90-е гг. этот рынок пережил настоящий бум, который был частично спровоцирован падением процентных ставок в США и поиском американскими инвесторами возможностей зарабатывать деньги на рынках развивающихся стран.

В настоящее время на мировых фондовых рынках обращаются более 1 000 депозитарных расписок на акции различных эмитентов более чем из 60 стран, значительная часть из которых представлена компаниями из развивающихся стран, а также российскими эмитентами.

Понятие депозитарной расписки

Депозитарные расписки представляют собой инвестиционный инструмент международного фондового рынка.

Депозитарная расписка — это свободно обращающаяся на фондовом рынке вторичная ценная бумага, выпущенная в форме сертификата авторитетным депозитарным банком мирового значения на акции иностранного эмитента и свидетельствующая о владении

определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, кругооборот которых осуществляется в другой.

В мировой практике различают два вида депозитарных расписок:

- **ADR (American Depositary Receipt)** — американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению на американском фондовом рынке;
- **GDR (Global Depositary Receipt)** — глобальные депозитарные расписки, операции с которыми могут осуществляться и в других странах.

По американскому законодательству ADR — *сертификат, который не является ценной бумагой, но удостоверяет право на ценную бумагу*. Сертификат ADR должен содержать информацию о депозитарии и краткое описание депонированных ценных бумаг, полномочий по голосованию (в том числе по доверенности), распределению дивидендов. Сертификат должен также отражать размеры оплаты услуг депозитария.

В сертификате должно быть указано, что эмитент подпадает под требования Закона 1934 г., что означает возможность для любого инвестора получить информацию об эмитенте в Комиссии США по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission — SEC*).

Обыкновенные и привилегированные акции, облигации — все эти ценные бумаги, как известно, являются эмиссионными ценными бумагами, объектами инвестиционной деятельности. На все эмиссионные ценные бумаги могут быть выпущены депозитарные расписки.

Разрабатывая программу выпуска ADR (GDR), компании преследуют достижение следующих целей:

- привлечение дополнительного капитала для реализации инвестиционных проектов;
- создание имиджа, привлекательного для иностранных и отечественных инвесторов, так как депозитарные расписки на акции компаний выпускают известные мировые банки;
- рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке в результате возрастания спроса на эти акции;
- расширение круга инвесторов, привлечение зарубежных портфельных инвесторов.

Выпуск депозитарных расписок является весьма привлекательным и для инвесторов. *Привлекательность ADR (GDR) для инвесторов*, как показывает мировой опыт, состоит в возможности:

- более глубокой диверсификации портфеля ценных бумаг;
- доступа через депозитарные расписки к акциям зарубежных компаний;
- получения высокого дохода на росте курсовой стоимости акций компаний из развивающихся стран;
- снижения рисков инвестирования в связи с несинхронным развитием фондовых рынков в различных странах.

Виды депозитарных расписок

Депозитарные расписки делятся на два вида: неспонсируемые и спонсируемые.

Неспонсируемые ADR (*non-sponsored ADR*) выпускаются по инициативе крупного акционера или группы акционеров, владеющих значительным числом акций компании. Их выпуск никак не может контролироваться эмитентом. *Основное преимущество* выпуска неспонсируемых депозитарных расписок заключается в том, что требования Комиссии США по ценным бумагам и биржам (SEC) к ценным бумагам, против которых выпускаются эти расписки, заключаются лишь в представлении ей пакета документов, подтверждающих полное соответствие деятельности компании-эмитента и ее ценных бумаг (акций и облигаций) законодательству страны эмитента.

Недостатком неспонсируемых ADR является то, что торговать ими можно только на внебиржевом рынке: неспонсируемые ADR не допускаются к торговле на бирже и в системе NASDAQ. Поэтому котировки неспонсируемых депозитарных расписок носят информационно-справочный характер. В результате купля-продажа данных расписок осуществляется при личной встрече, по телефону или при помощи средств электронной связи.

В последние годы наметилась твердая тенденция к снижению числа программ выпуска неспонсируемых расписок и роста спонсируемых ADR.

Спонсируемые ADR (*sponsored ADR*) выпускаются по инициативе эмитента. Они могут быть выпущены только одним депозитарным банком, подписание специального договора с которым является обязательным условием регистрации в SEC.

Спонсируемые ADR выпускаются четырех уровней: первого, второго, третьего и четвертого. Следует отметить, что первые два выпускаются на уже существующие на вторичном рынке акции, а выпуск ADR третьего и четвертого уровней предполагается за счет новой эмиссии.

Депозитарные расписки: особенности механизма выпуска и обращения

Депозитарные расписки — это физически существующие бумаги (сертификаты), выпускаемые депозитарием, в роли которого традиционно может выступать банк или трастовая компания. Перед выпуском спонсируемых ADR между компанией-эмитентом и банком-депозитарием подписывается депозитарный договор, фиксирующий все условия выпуска ADR и функции каждой стороны.

Под выпуск ADR компания-эмитент осуществляет эмиссию акций и передает их на ответственное хранение банку-кастоди или непосредственно банку-депозитарию, который будет выпускать ADR. В России эти услуги оказывают такие банки, как *Credit Suisse* и *ING Bank*, имеющие официально зарегистрированные дочерние компании в Москве. Банк-кастоди осуществляет свои функции на основании договора с банком-депозитарием, выпускающим депозитарные расписки.

Основные функции банка-кастоди, работающего по программе ADR:

- осуществление учета и перерегистрации владельцев акций, на которые депозитарный банк выпустил ADR;
- участие в переводе дивидендов;
- регистрация себя самого в реестре акционерного общества в качестве номинального держателя по акциям, на которые выпущены депозитарные расписки.

Акции, которые находятся на ответственном хранении, регистрируются в реестре акционеров на имя ответственного хранителя банка-кастоди, последний является номинальным держателем этих акций, т.е. он держит акции от своего имени, не являясь собственником этих ценных бумаг.

На общее количество акций, находящихся на ответственном хранении, банк-депозитарий получает глобальный сертификат ADR, на основании которого выпускаются депозитарные расписки для продажи инвесторам.

Банк-депозитарий, работающий по программе ADR, выполняет следующие функции:

- выпускает депозитарные расписки на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента и в случае необходимости осуществляет их аннулирование;
- выступает агентом и регистратором, т.е. оформляет операции по депозитарным распискам, ведет реестр номинальных и реальных владельцев депозитарных расписок, выплачивает дивиденды, выступает агентом по доверенности;
- оказывает помощь иностранной компании-эмитенту в подготовке документов для SEC при регистрации выпуска депозитарных расписок, а также при предоставлении в SEC форм регулярной финансовой отчетности;
- осуществляет информирование широкого круга участников рынка ценных бумаг о начале выпуска депозитарных расписок, т.е. обеспечивает информационную поддержку проекта выпуска ADR;
- обобщив результаты голосования держателей ADR, направляет их эмитенту, если инвестор имеет право собственности на голосующие акции и желает реализовать свое право голоса;
- осуществляет консультирование инвесторов и оказывает им помощь в подготовке документации для налоговых органов во избежание двойного налогообложения.

Лидерами на мировом рынке в области предоставления депозитарных услуг по программам ADR являются: старейший коммерческий банк США *Bank of New York* и *Citibank*.

При выпуске ADR к фирме-эмитенту акций предъявляются определенные требования:

- акции, на которые выпущены ADR, не должны иметь хождения ни на каких фондовых биржах в период действия депозитарного договора;
- акции, которые переданы на ответственное хранение, не могут быть предметом залога;
- акции, на которые наложены какие-либо запреты, нельзя передавать на ответственное хранение и регистрировать на номинального держателя.

Обращение ADR. Депозитарные расписки могут быть выпущены, если инвесторов привлекают акции или облигации иностранной компании. В этом случае инвесторы поручают своим брокерам купить ценные бумаги интересующей их компании-эмитента. Брокеры приобретают ценные бумаги либо через свои отделения, работающие в стране компании-эмитента, либо через брокеров, работающих на фондовом рынке эмитента. Затем ценные бумаги доставляются в банк-кастоди. Приобретенные ценные бумаги зачисляются на счет депо депозитарного банка, выпускающего ADR. После этого депозитарные расписки доставляются брокеру, брокер переводит ADR на счет депо, указанный инвестором.

Брокер, действующий по поручению инвестора, осуществляет операцию по купле ценных бумаг, которых нет на американском фондовом рынке. При этом схема покупки депозитарных расписок выглядит следующим образом:

1. инвестор дает поручение брокеру, например в США, купить депозитарные расписки;
2. брокер, работающий в США, дает распоряжение брокеру страны местонахождения эмитента на покупку эквивалентного количества ценных бумаг;
3. брокер, работающий на фондовом рынке страны компании-эмитента, покупает ценные бумаги данной компании на фондовом рынке своей страны;
4. ценные бумаги поступают в банк-кастоди;
5. банк-кастоди (банк-хранитель) записывает данные ценные бумаги на счет банка, выпускающего депозитарные расписки;
6. банк-депозитарий выпускает ADR, которые доставляются американскому брокеру через регистрационно-клиринговый центр;
7. регистрационно-клиринговый центр записывает депозитарные расписки на счет брокера для дальнейшей продажи инвестору.

Размещенные депозитарные расписки свободно обращаются на фондовом рынке путем совершения инвесторами сделок по купле-продаже ADR. Изменения в составе владельцев ADR фиксируются в реестре, который ведет банк-депозитарий, выпустивший ADR.

За каждой размещенной депозитарной распиской стоит определенное количество зарезервированных у ответственного хранителя (банка-кастоди) акций компании. Количество акций, включенных в одну депозитарную расписку, фиксируется в договоре, заключаемом между компанией-эмитентом и банком-депозитарием. Так, одна депозитарная расписка, выпущенная на акции АО «Сургутнефтегаз», включала 50 обыкновенных акций этой компании. При желании инвестор мог обменять свои ADR на акции этой компании.

Американский инвестор не может продать акции российского эмитента на американском фондовом рынке, поскольку российским законодательством вывоз российских акций за рубеж запрещен.

Процесс продажи ADR, которые обращаются на американском фондовом рынке, предполагает два варианта реализации ADR:

1. путем прямой продажи депозитарных расписок на вторичном рынке в США;
2. путем конвертации депозитарных расписок в акции и продажи этих акций на рынке страны компании-эмитента.

В первом случае владелец депозитарных расписок обращается к своему брокеру с поручением продать ADR. Американский брокер пытается продать их на фондовом рынке США. Если ему удастся продать депозитарные расписки, он регистрирует сделку в депозитарном банке, после этого депозитарные расписки оформляются на нового владельца.

Во втором случае, если брокеру не удалось продать депозитарные расписки своего клиента на американском фондовом рынке, он обращается к российскому брокеру и просит его найти покупателя в России. Когда российский брокер найдет покупателя, депозитарный банк аннулирует выпущенные им ADR, банк-кастоди прекращает

выполнять функции номинального держателя акций и акции переоформляются в реестре на нового владельца.

Схема продажи ADR выглядит следующим образом:

1. владелец ADR дает поручение своему брокеру продать депозитарные расписки;
2. брокер дает поручение российскому брокеру найти покупателя в России и одновременно возвращает депозитарные расписки банку-депозитарию для конвертации их в акции;
3. банк-депозитарий, получив ADR, списывает их со счета инвестора, вносит изменения в реестр владельцев ADR;
4. банк-депозитарий информирует банк-кастоди об уменьшении количества ADR и количества акций, которые должны быть списаны со счета номинального держателя, т. е. сняты с ответственного хранения;
5. в результате конвертации ADR в акции банк-кастоди прекращает свою функцию номинального владельца ценных бумаг и дает информацию реестродержателю о необходимости внести изменения в реестр акционеров, т. е. уменьшить количество акций у номинального держателя и записать эти акции на американского инвестора;
6. акции зачисляются на лицевой счет американского инвестора;
7. дается поручение российскому брокеру реализовать акции;
8. происходит продажа акций на российском фондовом рынке;
9. списываются акции с лицевого счета американского владельца и записываются на счет нового владельца;
10. перечисляются денежные средства через клиринговую систему на счет американского инвестора.

Выпуск ADR/GDR на акции и облигации российских эмитентов

Российские компании заинтересованы в выходе на мировые фондовые рынки с целью привлечь инвестиции для развития производства. Поэтому они начали активно использовать возможности ADR и GDR для проникновения на американский и европейский фондовые рынки. И хотя российские эмитенты сравнительно недавно начали осваивать зарубежные рынки, по мнению брокеров, для компаний-эмитентов этот инструмент привлечения капитала скоро станет привычным.

В 1996 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешила российским компаниям подавать заявки на размещение ADR первого уровня среди американских инвесторов при условии обязательного информирования инвесторов о состоянии российских акционерных реестров.

На настоящем этапе развития фондового рынка в России отечественным фирмам-эмитентам все же, как правило, доступны только программы первого уровня либо ADR третьего уровня. Обусловлено это тем, что финансовая отчетность должна быть составлена в соответствии с международными стандартами, а этим требованиям значительное число российских эмитентов не соответствует.

Большинство ADR, выпущенных на акции российских компаний и банков, представляют собой бумаги первого уровня, что дает инвесторам право торговать ими лишь на американском внебиржевом рынке вне электронной клиринговой системы NASDAQ, а также на тех биржевых площадках вне США, где они войдут в листинг. Для российских

депозитарных расписок это Берлинская, Франкфуртская и Лондонская биржи. Интерес для инвесторов представляет возможность спекуляции с депозитарными расписками посредством игры на разнице курса акций в России и цены ADR в США.

Что касается российских эмитентов, то решающим фактором при принятии решения о выпуске депозитарных расписок должна быть не инвестиционная привлекательность фирмы для потенциального инвестора как таковая, а состояние финансовых рынков в этот период в регионе, где фирма-эмитент планирует размещать свои финансовые инструменты, поскольку глобализация финансовых операций привела к затовариванию фондовых рынков.

Кроме того, следует учитывать и другую тенденцию — смену предпочтений финансовых менеджеров, а именно переход от формирования инвестиционных портфелей по региональному принципу к инвестированию средств, например, в телекоммуникационный сектор в глобальном масштабе. Эти и другие особенности необходимо учитывать при планировании выпуска ADR и GDR.