

УДК 336.717.3

О.Ю. Леось

здобувач

О.А. Астахова

здобувач

Донецький національний університет управління

**ДЕПОЗИТАРНІ РОЗПИСКИ ЯК СПОСІБ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ:
ДОСВІД ІНШИХ КРАЇН**

Розглянуто депозитарні розписки як фінансовий інструмент для виходу українських емітентів на розвинені фінансові ринки; зазначено основні аспекти використання депозитарних розписок; порівняно особливості використання депозитарних розписок у Польщі, Росії та Україні.

Ключові слова: депозитарна розписка, первинне розміщення, інвестиції, фінансовий ринок, рівні депозитарних розписок, американський депозитарій, ліквідність, депозитарна система, інвестор, капітал.

I. Вступ

У зв'язку із становленням ринкової економіки постала необхідність залучення інвестицій для розвитку українських компаній. При цьому все більшої актуальності набуває залучення іноземних інвестицій. Диверсифікація активів та підвищення їх ліквідності забезпечуються за допомогою виходу цінних паперів вітчизняних емітентів на глобальний фінансовий ринок. Це може бути зроблено через первинне публічне розміщення акцій (англ. Initial Public Offering, IPO), але цей процес достатньо складний, тому що передбачає відповідність рівня корпоративного управління та інформаційної прозорості українських емітентів світовим вимогам до публічних компаній, а також проведення всебічного аналізу компанії [1]. Випуск депозитарних розписок на цінні папери українських емітентів значно спрощує розміщення вітчизняних цінних паперів на світових ринках, і цим зумовлено актуальність проведеного дослідження.

Депозитарна розписка (англ. depositary receipt, DR) – похідний цінний папір, призначений для спрощення виходу національних емітентів акцій та облігацій на розвинені ринки цінних паперів у США і Західній Європі, а також для вкладання коштів інвесторами з розвинених ринків в іноземні цінні папери.

Депозитарна розписка – це випущений депозитарним банком США або Західної Європи сертифікат, який засвідчує володіння іноземними цінними паперами, що емітовані на внутрішньому ринку відповідної країни у вигляді простих акцій. Тобто іноземний інвестор набуває можливості стати

власником акції будь-якої країни, отримавши розписки на них [2].

Депозитарні розписки як спосіб виходу на світові ринки цінних паперів активно використовують емітенти з Росії, Польщі, Казахстану. Проблема полягає в тому, що в Україні депозитарні розписки використовуються значно менше, а цінні папери вітчизняних емітентів загалом слабо представлені на світовому ринку.

Дослідженням теми депозитарних розписок як інструмента залучення інвестицій займалось багато вчених-економістів та юристів, серед яких В. Васильєва, Є. Бобров, Т. Богдан, Є. Лафін, І. Соколова та інші, однак чинники, що гальмують використання цього інструмента в Україні, так само як і перспективи активізації використання депозитарних розписок, чітко не були визначені. Також не було порівняно досвід залучення інвестицій в інших країнах.

II. Постановка завдання

Мета статті полягає в уточненні сутності депозитарної розписки як фінансового інструмента, розгляді способів виходу цінних паперів українських емітентів на міжнародні ринки за допомогою депозитарних розписок, аналізі досвіду залучення інвестицій іншими країнами, виявленні переваг використання цього інструменту та чинників, що стримують розвиток депозитарних розписок в Україні.

III. Результати

Депозитарна розписка підтверджує право власності на певну кількість акцій, облігацій чи інших цінних паперів іноземного емітента, які були передані для зберігання в банківському депозитарії. Ціна депозитарної розписки змінюється залежно від ціни на базові цінні папери.

Основними видами DR є:

1) американські депозитарні розписки (American Depositary Receipt – ADR, номіновані в доларах США), що перебувають в обігу на ринку США і на європейських ринках цінних паперів;

2) глобальні депозитарні розписки (Global Depositary Receipt – GDR, номіновані в доларах США), що перебувають в обігу на європейських ринках;

3) європейські депозитарні розписки (European Depositary Receipts, EDR) – різновид GDR, номінованих у євро.

Обіг ADR відбувається на американських біржах NYSE, NASDAQ (англ. National Association of Securities Dealers), AMEX, а також на позабіржових ринках. GDR можуть торгуватися на всіх ринках, але операції з ними проводяться переважно на Лондонській або Люксембурзькій фондових біржах, а також на біржах Сінгапура і Берліна. У країнах ЄС координаторами операцій з депозитарними розписками (зокрема, з номінованими у євро EDR) є депозитарії Euroclear і Cedel [2].

Найбільшим є ринок депозитарних розписок у США. Саме тому найпоширенішим видом депозитарних розписок стали ADR.

ADR являє собою розписку, видану американським банком-депозитарієм, який або сам взяв на зберігання цінні папери іноземного емітента, або ці папери були взяті на зберігання банком-кореспондентом, що знаходиться у країні емітента. Така депозитарна розписка, номінована у доларах, може перебувати в обігу на біржових і позабіржових торговельних системах США і Європи.

Вперше депозитарні розписки випустив у 1927 р. американський банк J.P. Morgan для торгівлі цінними паперами англійської компанії Selfridges Retail Ltd. Оскільки англійський уряд заборонив вивіз акцій британських компаній за кордон, емісія депозитарних розписок дала можливість обходити цю заборону [3]. Пізніше практика використання депозитарних розписок була закріплена в

нормативних документах після прийняття в США законів про цінні папери 1933 і 1934 р., оскільки у цей час зріс потік цінних паперів з іноземних держав (зокрема, колоній) на американський ринок цінних паперів. У 1950-ті рр. депозитарні розписки у США почали використовувати транснаціональні корпорації, а з другої половини 1980-х рр., коли почався період підвищеної активності на ринках цінних паперів, обсяг операцій з депозитарними розписками став швидко зростати.

ADR мають три рівні – ADR-1, ADR-2, ADR-3. Основні їх характеристики подано в табл.

ADR-1 є найпростішим шляхом для отримання доступу акціонерних товариств на американський ринок. Це передусім сприяє підвищенню ліквідності акцій цієї компанії, а також підвищенню їхньої курсової вартості на внутрішньому ринку. Особливо популярні ADR-1 у країнах з перехідною економікою та на фондових ринках, що розвиваються. Спонсована програма першого рівня – найбільш динамічний сегмент ринку депозитарних розписок загалом. З понад 1500 депозитарних програм більше половини припадає на депозитарні розписки цього рівня.

ADR-2 використовуються зрідка, тому що вимоги і витрати емітента майже ідентичні вимогам ADR-3, проте їх випускають на вже існуючі на вторинному ринку акції і не спрямовані на збільшення статутного фонду компанії.

Програма ADR-3 дає змогу випускати депозитарні розписки тільки на акції, що проходять первинне розміщення. Вони вільно обертаються як на фондовому ринку США, так і на біржах за межами Сполучених Штатів. Компанія, яка ініціює випуск, повинна виконувати вимоги не тільки SEC, а й NASDAQ або тієї біржі, на якій обертаються ці розписки. Ніяких обмежень на купівлю ADR-3 немає, їх можуть придбати будь-які зацікавлені інвестори.

Таблиця

Характеристика рівнів ADR

ADR-1	ADR-2	ADR-3
Випускаються на вже існуючі акції		Випуск для залучення додаткового капіталу
Дотримання вимог Державної комісії з цінних паперів США (англ. Securities and Exchange Commission, SEC) щодо звітності		
Не потребують	Цілковите дотримання	Більш жорсткі вимоги щодо звітності порівняно з ADR-2
Відповідність фінансової звітності емітента набору стандартів і процедур, які є загальноприйнятими в США – GAAP (англ. Generally Accepted Accounting Principles)		
Не потребують		Часткова відповідність
Можливість обертання на фондовому ринку		
Обертаються лише на позабіржовому ринку (котирування значно нижчі, ніж на біржах)		Торгують на фондових біржах та в Системі автоматичних котирувань NASDAQ
Фінансові витрати щодо випуску		
Організаційні витрати мінімальні (20–50 тис. дол. США), а всі витрати, пов'язані з операціями, сплачують за кошти утримувачів ADR		Реалізація програми вимагає значних фінансових витрат (400–900 тис. дол. США)

Ринок США є найбільшим, де надають послуги основні банки – депозитарії ADR: The Bank of New York Mellon, Citi Bank (Citigroup), Morgan Guarantee Trust (J.P. Morgan Chase).

The Bank of New York Mellon (BNYM) є найбільшим депозитарієм на цьому ринку (за даними 2011 р. – 64% випусків ADR всіх видів), він має зв'язки з банками-кастодіанами (зберігачами) в багатьох країнах, зокрема, Східної Європи; в Україні – з ING Bank (Ukraine) [5]. Перші ADR українських емітентів були випущені цим банком ще в 1998 р.

Deutsche Bank (його відділ з випуску ADR розташований у США) за даними 2011 р. був на другому місці на ринку ADR (приблизно 12%), і цей банк також працює зі східноєвропейськими емітентами – з 2000 р. з російськими, а з 2007 р. – з українськими, випустивши у червні того самого року ADR для ПАТ “Мотор Січ” [6], а в жовтні – для ПАТ “Південний ГЗК”.

Важливим учасником ринку ADR є Morgan Guarantee Trust (J.P. Morgan Chase), однак цей банк не орієнтований на східноєвропейських емітентів. CitiBank має розвинену мережу дочірніх банків, однак переважно в Азії й Латинській Америці; з країнами Східної Європи цей банк також працює мало.

Серед країн Європи з ринками, що формуються та розвиваються, лідером з випуску ADR є Росія (107 компаній), де ADR почали активно використовувати емітенти з 1995 р. АТ “Мосенерго” стала першою компанією, для якої Bank of New York випустив депозитарні розписки на суму 22 млн дол. США [7]. Потім депозитарні розписки були випущені для НК “Лукойл”, АТ “ЄЕС Росії”, АТ “Ростелеком”, а також для комерційних банків – “Інкомбанк”, “АвтоВАЗбанк”, банк “Менатеп”, з 2007 р. – МТС (за допомогою ADR на біржі NYSE було вигідно продано 18% акцій цієї компанії) [8].

У грудні 2006 р. були прийняті доповнення до Федерального закону РФ “О рынке ценных бумаг”, і у ст. 27.5.3 з'явилося поняття “російська депозитарна розписка” (RDR). Цей інструмент був розрахований переважно на компанії, що працюють на розвинених ринках, але які створені за допомогою російського капіталу. Передбачалося, що RDR почнуть використовуватися з другої половини 2008 р., але внаслідок глобальної фінансової кризи і зниження активності на ринках цінних паперів російські депозитарні розписки не випускалися.

Серед інших країн у програмах ADR беруть участь Польща (25 компаній) і Казахстан (17 компаній). Загалом, депозитарні розписки можуть дати компанії-емітенту суттєві переваги на ринку, однак механізм їх використання досить складний і залежить від коливання курсів валют.

Оскільки на біржах США американські акції торгуються у формі базових цінних паперів, а більша частина іноземних цінних паперів – у формі похідних ADR, це означає, що початкові умови для обігу американських і неамериканських цінних паперів не рівні, вважається, що цінні папери, для яких емітовані депозитарні розписки, недостатньо надійні. Тому, на думку І. Соколової та О. Білоусова, хоча трансформація акцій іноземних емітентів на ADR підвищує імідж емітента і надає йому можливість вийти на розвинені фінансові ринки, це знижує загальну конкурентоспроможність цінних паперів емітентів [3]. З цією думкою важко сперечатися, але, на нашу думку, східноєвропейські підприємства не мають іншої реальної можливості вивести свої цінні папери на розвинені фінансові ринки.

В Україні в постанові Кабінету Міністрів від 21.07.1999 р. затверджувався порядок продажу пакетів акцій, зокрема через випуск ADR [9]. І хоча українські емітенти мали можливість випускати тільки ADR-1, через Bank of New York Mellon були випущені ADR таких підприємств: “Азовсталь”, “Дніпроенерго”, “Дніпрококс”, “Запоріжтрансформатор”, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, “Стірол”, “Укрнафта”, “Хмельницькобленерго”, “Центренерго”, а також GDR підприємств: “Азот”, “Дніпроазот”, “Запоріжсталь”, “Ільчівський металургійний комбінат”, НПО ім. Фрунзе, Полтавський ГЗК, “Укрнафта”, “Укрнафтогаз”.

Законодавчо передбачено можливість випуску депозитарних розписок вітчизняним емітентом, для чого він звертається до Національного депозитарію України (далі – НДУ), який було створено у формі відкритого акціонерного товариства в 1999 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Указом Президента України від 24.11.2005 р. передбачалося, що на основі НДУ буде створено центральний депозитарій цінних паперів і запроваджено централізовану систему обліку прав власності на цінні папери, що сприятиме поширенню нових видів професійної діяльності на ринку цінних паперів. НДУ повинен встановлювати кореспондентські відносини з центральним депозитарієм країни, на ринку цінних паперів якої будуть

перебувати в обігу депозитарні розписки вітчизняного емітента. Акції чи облигації українського емітента при цьому знаходяться в українського зберігача цінних паперів, а іноземний банк-депозитарій відповідно до кількості цих акцій випускає депозитарні розписки, які починають брати участь у торгах на ринку. Процес випуску, реєстрації й розміщення таких цінних паперів визначається законодавством тієї країни, де проводиться емісія депозитарних розписок.

У 1997 р. за технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) було створено Міжрегіональний фондівий союз (МФС); цей депозитарій обслуговував випуски акцій та корпоративних інструментів з фіксованою дохідністю в Україні, надавав послуги з ведення обліку прав власності на цінні папери для зберігачів (кліринг, знерухомлення цінних паперів тощо). Крім того, МФС був номінальним утримувачем знерухомлених цінних паперів, а також центральним реєстратором цінних паперів у дематеріалізованій формі. З 12.10.2009 р. МФС було об'єднано з Всеукраїнським депозитарієм цінних паперів (далі – ВДЦП), однак серед запропонованих ВДЦП послуг операції з депозитарними розписками не згадуються.

Станом на 31.01.2012 р. кількість ліцензій, які видано Комісією з цінних паперів професійним учасникам фондового ринку на провадження депозитарної діяльності зберігачів цінних паперів, становила 387 шт. [4]. Однак загалом депозитарні розписки в Україні використовуються недостатньо, що зумовлено сукупністю різних чинників. По-перше, це правова невизначеність статусу цих цінних паперів, яка полягає в тому, що хоча законодавством України визначені правовідносини власника майна з особою, яка представляє інтереси власника, є досить простою процедурою, вона має деякі правові ускладнення. Зокрема, іноземна депозитарна установа є власником цінних паперів вітчизняного емітента, тому вона має не тільки право власності на цінні папери, а й право на зобов'язання за цими паперами. Самі цінні папери є іноземною власністю, яка в багатьох країнах додатково оподатковується. Оскільки власник депозитарної розписки не володіє правами на самі цінні папери, він може розраховувати тільки на надійність емітента депозитарних розписок – іноземну депозитарну установу.

По-друге, в роботі вітчизняної депозитарної системи є певні суперечності, оскільки ця система представлена двома різними установами – державним НДУ і недержавним ВДЦП.

Оскільки право укладати кореспондентські відносини з міжнародними депозитаріями та депозитаріями інших країн має тільки НДУ, для практичної реалізації випуску депозитарних розписок Національний депозитарій України повинен встановити кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями для проведення клірингу та розрахунків за іноземними трансакціями [10]. Однак він поки що встановив кореспондентські відносини тільки з Центральним депозитарієм Австрії.

Тому для вітчизняного емітента, що має намір використати емісію ADR, реальний спосіб пов'язаний не з депозитарною системою, а з послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку ADR. З українськими підприємствами найбільше працює The Bank of New York Mellon (BNYM), який має кореспондентські відносини з локальними банками – зберігачами цінних паперів (ING Банк, “Приватбанк”, ПУМБ, а також Deutsche Bank). Оскільки для українських емітентів доступна лише програма першого рівня ADR-1, саме її реалізує BNYM (наприклад, для компанії “Укрнафта”). Такі ADR перебувають в обігу на позабіржових ринках США (NASDAQ), а обсяг необхідної інформації для SEC мінімальний.

Найбільшим локальним зберігачем на українському ринку цінних паперів є нідерландський банк ING Банк Україна, що має кореспондентські відносини з усіма глобальними зберігачами (The Bank of New York, The Chase Manhattan Bank, Bank of Bermuda, State Street). ING Банк Україна надає весь спектр депозитарних послуг і обслуговує всі інструменти ринку цінних паперів, зокрема, американські та глобальні депозитарні розписки. Оскільки ING Банк Україна є єдиним суб-зберігачем The Bank of New York для всіх програм депозитарних розписок в Україні, саме він координує впровадження програм депозитарних розписок для українських емітентів. Зокрема, цей банк був консультантом Фонду державного майна щодо розробки механізмів приватизації за допомогою депозитарних розписок, і він має налагоджений механізм емісії депозитарних розписок (через Bank of New York) для вітчизняних емітентів цінних паперів.

Зараз можна впевнено говорити про зростання зацікавленості до програм американських депозитарних розписок з боку провідних українських підприємств. Це пояснюється трьома головними причинами, які роблять випуск ADR дуже привабливою справою:

1. Реалізація програм ADR дає змогу вирішити проблему недооцінки акцій українсь-

ких підприємств та встановити їхню реальну ціну. Низьку вартість акцій українських підприємств можна розглядати як певну компенсацію інвесторам за високий рівень ризику інвестування в економіку України. Американську депозитарну розписку захищено законодавством США, вона є інструментом, який суттєво знижує ризик інвестицій. Під час реалізації ADR на акції того чи іншого емітента на внутрішньому ринку автоматично зростають ціни на ці акції.

2. Програми ADR дають змогу створити позитивний імідж підприємств України на світовому ринку. Продаж депозитарних розписок на розвинутих фондових ринках світу є серйозним сигналом для стратегічних інвесторів.

Реалізація програми ADR дає змогу залучити “живі” гроші у вільноконвертованій валюті на підприємства України. При цьому ймовірність “ворожого” (з метою впливу на управління компанією) поглинання є досить низькою.

До основних переваг, які отримують компанії за допомогою депозитарних розписок на іноземному фондовому ринку, належать:

- розширення групи потенційно інформованих та заінтересованих інвесторів за рахунок досконалішої інфраструктури та прозорості фондових ринків інших країн;
- вищий рівень ліквідності депозитарних розписок порівняно з акціями, що обертаються на внутрішньому ринку.

Обсяги національного ринку не завжди дають компаніям-емітентам змогу отримати вигоду від випуску та розміщення своїх акцій. Це характерно, зокрема, для українського фондового ринку, оскільки коштів вітчизняних інвесторів недостатньо для великомасштабного вкладення в цінні папери, а це знижує рівень їх ліквідності. Натомість за рахунок розміщення акцій на біржових майданчиках Європи чи США вітчизняні компанії отримують більше можливостей для підвищення ліквідності своїх цінних паперів.

Загалом, основними перевагами, які надає для емітента використання депозитарних розписок, є: уникнення обмежень на вивіз цінних паперів за кордон; спрощення операцій з акціями іноземних компаній; збільшення ліквідності акцій вітчизняних емітентів; зниження витрат, пов'язаних з операціями та зберіганням цінних паперів; підвищення репутації емітента та зростання ціни на акції.

IV. Висновки

Отже, депозитарні розписки є інноваційним інструментом, зручним для виведення цінних паперів українських емітентів на роз-

винені ринки. Складності у використанні депозитарних розписок пов'язані насамперед із залежністю їх вартості від коливань валютних курсів. Незважаючи на це, використання депозитарних розписок дає важливі переваги, основними з яких є підвищення диверсифікації і ліквідності цінних паперів, а також загальне збільшення капіталізації компанії-емітента. Однак в Україні, порівняно з Польщею та Росією, депозитарні розписки використовуються недостатньо. Вивчення способів активізації використання цього інструмента вітчизняними емітентами є перспективним напрямом подальших досліджень.

Список використаної літератури

1. Bank of New York Mellon. Depositary Receipts Global Investing [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.adrbnymellon.com/home_dr.jsp.
2. Бобров Є.А. Особливості розміщення акцій українських компаній на зарубіжних фондових біржах / Є.А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – № 11. – С. 73.
3. Васильєва В.В. Фінансовий ринок : навч. посіб. / В.В. Васильєва, О.Р. Васильченко. – К. : Центр учбової л-ри, 2008. – 368 с.
4. Дані про котирування ADR Мотор Січ (банк-кастодіан – ІНГ Україна) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://adr.db.com/investor/investordata.asp>.
5. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня 2012 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/62/1330955484.pdf.
6. Лафин А. За что “расписывается” депозитарная расписка? / А. Лафин // Ценные бумаги. – 2003. – № 12 (19).
7. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 10.12.1997 р. № 710/97 // Відом. Верхов. Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.
8. Про забезпечення продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках : постанова Кабінету Міністрів України від 21.07.1999 р. // Офіц. вісн. України. – 1999. – № 112. – С. 13–15.
9. Соколова И.Ю. Американские депозитарные расписки / И.Ю. Соколова, О.О. Белоусов // США. Канада (Институт США и Канады РАН). – 2007. – № 1. – С. 30.
10. Тросников И. Salomon & Минфин Brothers / И. Тросников, Н. Попова // Коммерсант. – 2004. – № 12 (171).

Леось О.Ю., Астахова Е.А. Депозитарные расписки как способ привлечения инвестиций: опыт других стран

Рассмотрено депозитарные расписки как финансовый инструмент для выхода украинских эмитентов на развитые финансовые рынки; указано основные аспекты использования депозитарных расписок; сравнено особенности использования депозитарных расписок в Польше, России и Украине.

Ключевые слова: депозитарная расписка, первичное размещение, инвестиции, финансовый рынок, уровни депозитарных расписок, американский депозитарий, ликвидность, депозитарная система, инвестор, капитал.

Leos O., Astakhova E. Depository receipts as a way of the attraction of investments: experience of other countries

The depository receipts are considered as the financial instrument for entering of the Ukrainian issuers to the developed financial markets; the main aspects of the use of the depository receipts are specified; the features of the use of the depository receipts in Poland, Russia and Ukraine are compared.

Key words: depository receipt, initial placement, investment, financial market, the level of depository receipts, american depository liquidity depository system, an investor capital.