

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ при ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Кафедра « Ценные бумаги и биржевое дело»

Работа допущена к защите:
зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему:

«Американские депозитарные расписки»

Выполнила студентка группы К-5-6
Баранцова Марина

Научный руководитель:
ст. преп. Андрианова Л.Н.

Консультант:
доц. Литвиненко А.Ф.

Москва 2000 г.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
Глава 1. Правовые основы выпуска американских депозитарных расписок	
1.1. Американские депозитарные расписки: понятие, виды и уровни программ....	6
1.2. Требования к иностранным эмитентам для регистрации американских депозитарных расписок в Комиссии по ценным бумагам и биржам США.....	19
Глава 2. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских эмитентов на международный фондовый рынок	
2.1. Порядок обращения американских депозитарных расписок.....	25
2.1.1. Выпуск и погашение американских депозитарных расписок.....	25
2.1.2. Роль и функции депозитарного банка и кастодиального банка в программах размещения американских депозитарных расписок.....	27
2.2. Операции с американскими депозитарными расписками.....	35
2.2.1. Участие российских эмитентов в программах выпуска американских депозитарных расписок.....	35
2.2.2. Биржевой рынок американских депозитарных расписок.....	52
2.2.3. Внебиржевой рынок американских депозитарных расписок.....	65
2.2.4. Арбитражные операции с американскими депозитарными расписками.....	69
2.2.5. Расчеты по операциям с американскими депозитарными расписками.....	73
Глава 3. Анализ проблем и преимущества в использовании программ американских депозитарных расписок	
3.1. Правовые проблемы, связанные с программами выпуска американских депозитарных расписок российскими компаниями.....	79
3.2. Преимущества, получаемые участниками программ американских депозитарных расписок.....	88
Заключение	96
Список использованной литературы	99
Приложения	103

Введение

Активная интеграция мировых рынков капитала началась около двадцати лет назад и существенно усилилась в последние несколько лет. Международные рынки капиталов сейчас гораздо более связаны, так как инвесторы, эмитенты и финансовые посредники стали более опытными, развитие информационных технологий и связи вывело все финансовые операции в новую плоскость, а координация международных и национальных регулятивных институтов стала более сильной.

В этом процессе интеграции фондовых рынков важное место занимают американские депозитарные расписки (далее – АДР). Они позволяют американским инвесторам покупать и продавать неамериканские ценные бумаги, в то же время предоставляя доступ иностранным эмитентам на рынок США.

АДР впервые были представлены инвесторам в конце 1920-х годов в ответ на закон, принятый в Великобритании, который запретил английским компаниям регистрировать свои акции за рубежом, а не у трансфер-агента, расположенного на территории Англии. Другими словами, английские акции просто физически не могли пересекать границу Великобритании, и поэтому, для того чтобы удовлетворить растущий спрос со стороны американских инвесторов, был создан производный инструмент, который называли американскими депозитарными расписками.

Первым выпуском АДР был выпуск АДР на акции британского универсального магазина “Selfridges” в 1927 году, организованный компанией Morgan Guaranty. С 1950-х годов депозитарные расписки начали котируются в США. В 1955 году, когда Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission) (далее – SEC) выпустила форму, в которой регламентируются условия осуществления программ АДР, депозитарные расписки получили современный вид.¹

Существует два варианта выхода иностранного эмитента на фондовый рынок США, разрешенные SEC:

- выпуск своих ценных бумаг в США в форме «американских акций» - АДА;

¹ Deutsche Bank. Corporate Trust & Agency Services. Депозитарные расписки./Руководство. 1999. С.4.

- участие в проекте американских депозитарных расписок – АДР.

Ценные бумаги иностранного эмитента, выпущенные в иной форме, не допускаются к обращению на фондовом рынке США.

Выпуск АДА – самый сложный и дорогостоящий для иностранной компании способ выхода на фондовый рынок США. Такой эмитент должен в полной мере отвечать требованиям американского права к регистрации эмиссий, раскрытию информации о компании, а также к уставному капиталу и финансовой отчетности. Многие компании не обладают достаточным капиталом и достаточной продолжительностью деятельности, чтобы соответствовать этим условиям.

Программы АДР требуют гораздо меньше отчетности и значительно меньших затрат на организацию. Именно по этой причине с начала 80-х годов во всем мире наблюдается рост интереса к АДР.

В 1995 году российские компании и банки приступили к реализации программ по выпуску АДР в качестве одного из этапов выхода на международные фондовые рынки и поиска перспективных путей привлечения зарубежных инвестиций. АДР являются одним из наиболее популярных финансовых инструментов глобального рынка ценных бумаг, способствующих решению задач развития как фондового рынка в целом, так и экономики отдельных государств и отраслей.

В связи с актуальностью АДР на международных финансовых рынках дипломная работа посвящена именно этому финансовому инструменту. В работе будет рассмотрена правовая природа АДР, механизм выпуска АДР, функционирование рынков АДР на акции российских эмитентов, виды операций с АДР и порядок осуществления расчетов по ним.

Дипломная работа состоит из трех глав. Первая глава раскрывает понятие АДР, программы по выпуску АДР и требования к иностранным эмитентам, необходимые для регистрации АДР в SEC. Во второй главе основное внимание уделено специфике выпуска и обращения АДР на акции российских эмитентов. В ней рассматривается роль и функции основных исполнителей программ АДР – депозитарного банка и кастодиального банка, анализируется биржевой и внебиржевой

рынки АДР, рыночная активность, особенности расчетов и другие вопросы практики обращения АДР. В третьей главе будет проведен анализ правовых проблем, связанных с программами выпуска АДР российскими компаниями, и будут предложены возможные варианты решения некоторых проблем. Основным недостатком законодательства России является отсутствие процедуры регистрации и размещения ценных бумаг российских эмитентов на зарубежных фондовых рынках. Далее в этой же главе внимание будет сконцентрировано на выделении преимуществ, которые получают основные участники программ АДР – инвесторы и эмитенты.

При написании дипломной работы были проанализированы основные источники права США и РФ о ценных бумагах и фондовом рынке, регулирующие программы выпуска АДР, было изучено большое количество аналитических публикаций, написанных как на русском, так и на английском языке, статистических данных, фактического материала, касающегося такого финансового инструмента, как АДР.

Глава 1. Правовые основы выпуска американских депозитарных расписок

1.1. Американские депозитарные расписки: понятие, виды и уровни программ.

По определению SEC АДР -это «выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество американских депозитарных акций, которые, в свою очередь, предоставляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранного эмитента».²

Сначала и депозитарные акции, и депозитарные расписки считались ценными бумагами. Согласно законам США «О ценных бумагах» (Securities Act of 1933) 1933 г. и «Об обмене ценными бумагами» (Securities Exchange Act of 1934) 1934 г. ценными бумагами являлись не только акции, облигации, чеки, векселя, но и опционы, права на природные ресурсы, долевые сертификаты, инвестиционные контракты и т.д. Это объясняется стремлением вместить в понятие ценной бумаги практически любой вид инвестиций, который может быть продан как имеющий имущественную ценность. Однако в 1983 году SEC провела разграничение между АДР и АДА, установив что депозитарная расписка не является ценной бумагой. В то же время SEC признает ценными бумагами представленные АДА ценные бумаги иностранного эмитента. Сами АДА аналогичны российским бездокументарным ценным бумагам. АДР, в свою очередь, представляет собой «простейший» вариант производной ценной бумаги, базовый актив которой- ценные бумаги иностранного эмитента.³

АДР выпускаются тогда, когда акции компании в стране происхождения депонируются в местном кастодиальном банке, агенте депозитария, который направляет сообщение об этом депозитарному банку. (Реже брокер покупает на своем внутреннем рынке и депонирует непосредственно в депозитарный банк). На основании поступившей информации депозитарный банк выпускает АДР и предоставляет их получателю.

² Thomas D. Sanford. "Depository Receipts" // The Bank of New York publication. Сс. 5-6.

³ Фельдман А. Б. Курс лекций по теме «Производные ценные бумаги».

Обычно АДР выпускаются с определенным коэффициентом к депонированным ценным бумагам. Величина коэффициента зависит от рыночной цены этих ценных бумаг на национальном рынке и определяется в депозитарном договоре, заключаемом между эмитентом базовых ценных бумаг и депозитарным банком, выпускающим АДР.

АДР применяются, как правило, в отношении ценных бумаг, составляющих предмет массовых эмиссий (акции, облигации), и в некоторых случаях – в отношении долгов. В настоящее время 99,9 % базовых активов, на которые выпущены АДР – это акции.⁴

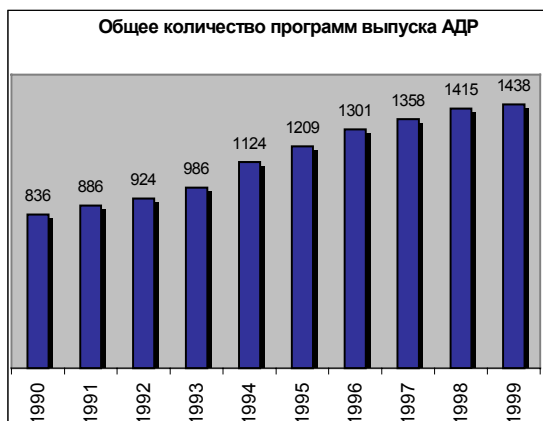
АДР также обладают следующими качествами:

- владельцы АДР имеют те же права, что и владельцы обыкновенных акций, в том числе и на получение дивидендов; более того, эти дивиденды они получают в американских долларах;
- АДР могут покупаться и продаваться через американских брокеров, и, как и по всем американским ценным бумагам, расчеты и клиринг по ним проходят в соответствии с практикой, принятой в США, то есть большинство проходят клиринг в Депозитарной трастовой компании (Depositary Trust Company);
- АДР могут выпускаться в виде предъявительских сертификатов, если этого требует инвестор. Однако для инвестора это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев АДР остаются в электронной форме.

В настоящее время на международном финансовом рынке представлено множество разновидностей АДР, что связано с различными нуждами и запросами эмитентов и инвесторов. По степени вовлеченности эмитента различают *спонсируемые* и *неспонсируемые программы АДР*; по доступности для инвесторов – *размещаемые в частном порядке* и *на публичной основе*; спонсируемые программы АДР могут быть нескольких уровней: от первого до третьего; по видам рынков – *собственно американские депозитарные расписки* и *глобальные депозитарные расписки* (далее – ГДР). Далее будут рассмотрены перечисленные виды и уровни программ АДР.

⁴ Сverdlov В. Российские проблемы в использовании мировой практики инвестиционных операций.//Внешнеэкономический бюллетень. 1999. №5. С.61.

Итак, различают спонсируемые и неспонсируемые АДР (sponsored and unsponsored). Первые проводятся по инициативе и при участии иностранного эмитента,



Источник: The Bank of New York. Press Releases: New records established in depository receipt markets in 1999./2000.-Jan.10.

в то время как вторые этого не требуют.

Будучи в целом «одинаковыми по своей природе, они существенно отличаются друг от друга:

- по возможностям торговли на биржевом и внебиржевом рынках США;
- по правам и обязанностям эмитента, депозитария и инвесторов, купившем такие расписки»;
- по требованиям к их регистрации.

Неспонсируемые программы выпуска АДР

Неспонсируемые АДР выпускаются депозитарным банком по соглашению с инвестором, но без заключения договора с эмитентом и может быть осуществлен только по имеющимся в обращении акциям этого эмитента. Хотя сам эмитент в данном процессе никакого участия не принимает, его в любом случае должны информировать о предстоящем выпуске АДР. В случае отказа эмитента выдать письмо «об отсутствии возражений», депозитарий, как правило, не выпускает АДР. На сегодняшний день неспонсируемые АДР составляют приблизительно 1 % рынка депозитарных расписок. В связи с тем, что неспонсируемые АДР не подлежат регулярным отчетам, они могут обращаться только на внебиржевом рынке (OTC market) через Bulletin Board Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка и ежедневный справочник «Розовые страницы» (“Pink Sheets”). Единственное требование SEC сводится к тому, чтобы ей предоставлялась вся информация, публикуемая эмитентами, и чтобы эта информация была бы доступна американским инвесторам, причем перевод материалов на английский язык необязателен. Наиболее распространен случай, когда неспонсируемые АДР выпускаются по договоренности с иностранным эмитентом, желающим после проведения неспонсируемой программы провести спонсируемую у

того же депозитария, но все равно, в этом случае эмитент не является стороной соглашения депозитария и инвестора, текст которого приводится на каждой неспонсируемой АДР. Когда спонсируемый проект следует за неспонсируемым, депозитарий последнего должен такой проект завершить. Это делается путем бесплатного обмена неспонсируемых АДР на спонсируемые. Обмен сопровождается переходом депонированных ценных бумаг эмитента из одного проекта в другой. Также происходит перевод данных о владельцах в соответствующих реестрах и книгах.

В целях защиты рынка SEC постановила, что «если существует спонсируемый проект АДР, то ни один депозитарий не может продублировать его теми же бумагами иностранного частного эмитента». Это допускается SEC в отношении неспонсируемых проектов АДР. Другие депозитарии «могут выпускать неспонсируемые АДР, не спрашивая согласия эмитента и первого депозитария».

Преимущества программы размещения неспонсируемых АДР:

- предоставляют недорогой и относительно простой способ расширения базы инвесторов в США;
- регулятивные и отчетные требования SEC минимальны;
- эмитент не является стороной по депозитарному соглашению и, соответственно, не несет никаких обязательств в соответствии с действующими в США нормативными актами.

Недостатки программы размещения неспонсируемых АДР:

- эмитент практически не имеет влияния на программу выпуска неспонсируемых АДР из-за отсутствия депозитарного соглашения между эмитентом и американским депозитарным банком; неспонсируемая программа выпуска АДР может быть легко повторена другими банками-депозитариями (для этого им потребуется всего лишь подать форму F-6) без согласия эмитента;
- эмитент может повысить уровень своего контроля над программой, организовав переход от неспонсируемой к спонсируемой программе, но при таком переходе потребуется оплатить аннулирование неспонсируемых АДР, находящихся в обращении; расходы могут быть весьма высокими.

Спонсируемые программы выпуска АДР

Спонсируемые АДР выпускаются депозитарным банком, выбранным иностранной компанией – эмитентом ценных бумаг, которая заключает с банком депозитарный договор, где в том числе указываются права потенциальных владельцев.

Программы спонсируемых АДР требуют регистрации в SEC, но строгость



Источник: The Bank of New York. Press Releases: New records established in depository receipt markets in 1999.//2000.-Jan.10.

процедуры их регистрации различается в зависимости от уровня программы.

Существует пять типов проектов спонсируемых депозитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения количества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг - программы

первого и второго уровня. Три других используются для увеличения капитала

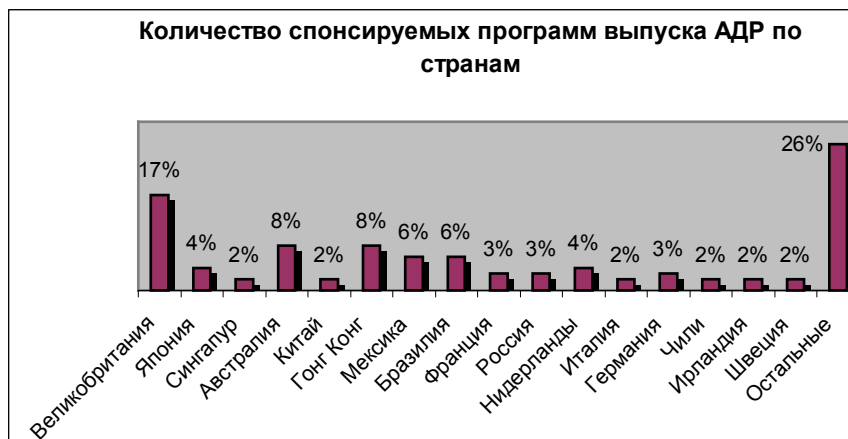
компании. В каждом из последних иностраный эмитент выпускает новые ценные бумаги - программа третьего уровня, программа выпуска АДР по Правилу 144А, программа выпуска АДР по Правилу "S".

Программы первого, второго и третьего уровня называются программами

публичного размещения

АДР, так как круг их собственников не

ограничен группой инвесторов. Программа АДР, размещаемых по Правилу 144А, называется программой частного размещения и предназначена для определенной категории инвесторов – квалифицированных институциональных инвесторов. Программа АДР по Правилу "S" может носить как частный, так и публичный характер.



Источник: официальные сайты The Bank of New York (www.bankofny.com) и J.P. Morgan (www.jpmorgan.com)



Существует три уровня программ ADR публичного размещения (unrestricted securities):

Программа выпуска ADR первого уровня

Программа выпуска ADR первого уровня – это самый простой и дешевый способ выхода эмитента на международный финансовый рынок. ADR первого уровня не могут пройти листинг на американских биржах, поэтому обращаются на внебиржевом рынке США. Информация публикуется в «Розовых страницах» (“Pink Sheets”) и в Дисплейной службе Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка (“OTC Bulletin Board”), а также на некоторых фондовых биржах за пределами США. Для регистрации этой программы в SEC от эмитента не требуется предоставления финансовой отчетности в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (Generally Accepted Accounting Principles) (далее – GAAP US), отчетность предоставляется в соответствии с национальными стандартами. Для обращения ADR первого уровня эмитент предоставляет в SEC регистрационное заявление по форме F-6, где указывает минимум информации о своей компании.

Преимущества программы размещения ADR первого уровня:

- не требуется полное соблюдение всех требований SEC в отношении отчетности;

- работая с одним банком-депозитарием, эмитент сохраняет контроль над своей программой размещения АДР в большей степени, чем при осуществлении неспонсируемой программы;
- депозитарий является каналом передачи информации между эмитентом и его акционерами в США; выплачиваемые дивиденды, финансовая отчетность и сведения о собраниях акционеров и принимаемых решениях будут поступать к инвесторам в США через депозитарий;
- банк-депозитарий осуществляет ведение реестра акционеров в интересах эмитента и может, по соответствующему запросу, отслеживать крупные сделки с акциями и представлять эмитенту соответствующие отчеты;
- издержки выпуска минимальны, а все затраты, связанные с перерегистрацией, берут на себя держатели АДР;
- легко и достаточно недорого можно конвертировать АДР первого уровня в АДР второго уровня, так как депозитарному банку не потребуется вести переговоры об аннулировании неспонсируемых АДР с несколькими депозитариями, как это имело бы место при изменении статуса неспонсируемой программы.

Недостатки программы размещения АДР первого уровня:

- они не могут котироваться на американских биржах, что снижает интерес инвесторов;
- эта программа не допускает проведение дополнительной эмиссии и привлечение капитала.

Программа выпуска АДР второго уровня

Программа размещения АДР второго уровня подразумевает полное соблюдение всех требований SEC в отношении регистрации и отчетности. Кроме подачи заявления на регистрацию по форме F-6 от эмитента также требуется предоставление формы 20-F SEC и соблюдение других требований SEC в отношении объема предоставляемой информации, включая представление годового отчета, который должен быть подготовлен в соответствии со стандартами GAAP US. Эмитент также должен отвечать требованиям листинга американских фондовых бирж: Нью-Йоркской фондовой биржи

(далее - NYSE), Американской фондовой биржи (далее - AMEX) - или системы автоматических котировок Национальной Ассоциации Дилеров фондового рынка (далее - NASDAQ), где АДР второго и третьего уровня могут обращаться, каждая из которых предъявляет собственные требования.

Цель организации спонсируемых программ размещения АДР второго уровня компаниями, расположенными за пределами США, заключается в обеспечении для американских инвесторов доступа к их акциям в США. Как и в случае с программой первого уровня, депозитарное соглашение заключается между эмитентом и банком-депозитарием. Соглашение определяет обязанности депозитария, которые обычно включают в себя ответы на запросы инвесторов, рассылку годовых отчетов и иных важных материалов акционерам, ведение реестра акционеров.

Преимущества программы размещения АДР второго уровня:

- она более привлекательна для американских инвесторов, чем программа размещения АДР первого уровня, поскольку АДР второго уровня могут получить котировку на одной из крупнейших бирж США, а этот факт, в свою очередь, повышает интерес инвесторов к АДР второго уровня, способствуя росту ликвидности и конкурентоспособности ценных бумаг;
- получение котировки и регистрация в SEC также способствуют укреплению репутации эмитента в США;
- регулятивные требования SEC позволяют эмитенту контролировать свою акционерную базу в США.

Недостатки программы размещения АДР второго уровня:

- требуется предоставление в SEC более подробной информации, чем при реализации программы АДР первого уровня; в частности, финансовая отчетность должна соответствовать стандартам GAAP US;
- правила SEC не позволяют открытое размещение АДР второго уровня;
- запуск программы АДР второго уровня требует гораздо больше времени и затрат, чем АДР первого уровня (жесткие требования в отношении отчетности, услуги юристов, получение котировок).

Программа выпуска АДР третьего уровня

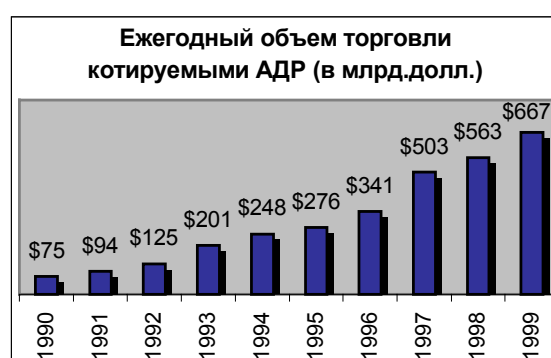
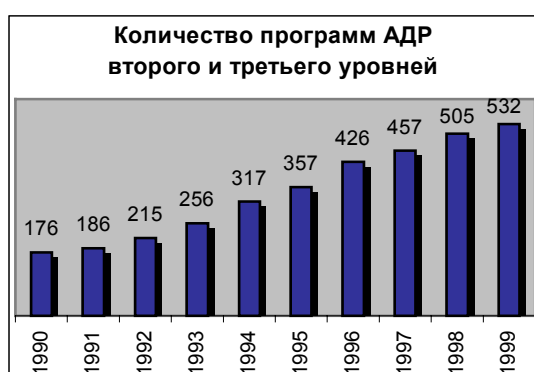
Программа АДР третьего уровня сходна с программой АДР второго уровня в том, что эмитент должен организовать программу, взаимодействовать с банком-депозитарием, получить котировку на одной из крупнейших бирж США и соблюдать регистрационные требования SEC в части подачи форм F-6 и 20-F. Основное различие состоит в том, что программа третьего уровня позволяет эмитенту привлекать капитал посредством открытого предложения АДР в США. Для этого от эмитента требуется предоставление формы F-1 в SEC.

Преимущества программы размещения АДР третьего уровня:

- все преимущества программы АДР второго уровня;
- позволяет осуществить открытое предложение АДР в США, а следовательно, происходит привлечение капитала.

Недостатки программы размещения АДР третьего уровня:

- требования SEC в отношении отчетности более обременительны, чем для программ АДР других уровней;
- организация и проведение программы АДР третьего уровня связаны со значительными затратами (организационные издержки, включая относящиеся к получению котировки, оплате услуг юристов, организации учета, связям с инвесторами, организации презентаций выпуска).



Примечание: На диаграмме отображены только те программы, в которых АДР имеют котировки на NYSE, AMEX или NASDAQ

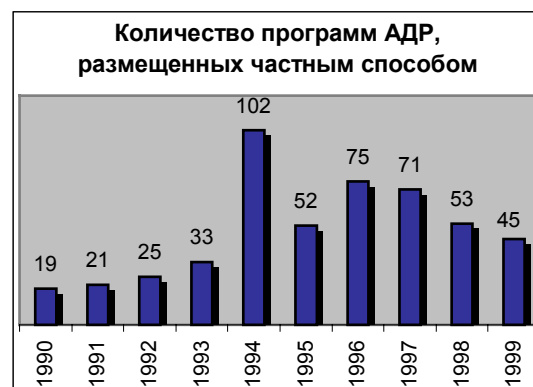
Источник: официальные сайты The Bank of New York (www.bankofny.com/adr) и J.P. Morgan (www.adr.com)

Далее будут рассмотрены программы частного размещения АДР.

АДР, выпускаемые в соответствии с Правилем 144А

АДР, выпускаемые по процедуре Правила 144А, или ограниченные АДР, представляют собой депозитарные расписки закрытого предложения, выпуск и операции с которыми регулируются Правилем 144А. Это правило было введено SEC в апреле 1990 года, отчасти в целях стимулирования деятельности иностранных эмитентов по привлечению капитала в США. АДР, выпускаемые в соответствии с Правилем 144А SEC, предназначены для размещения среди «квалифицированных институциональных инвесторов» (“qualified institutional buyers” или “QIBs”). *«Квалифицированный институциональный инвестор» - это учреждение, активы которого, представленные в виде инвестиций, составляют не менее 100 млн. долл. США (10млн. долл. США, если организация является брокером или дилером-резидентом США). Если организация является банком или ссудосберегательным учреждением, то для того, чтобы быть классифицированной как «квалифицированный институциональный инвестор», она должна обладать чистыми активами в сумме не менее 25 млн. долл.»*⁵

АДР, выпущенные по Правилу 144А, освобождаются от регистрации в SEC, но в SEC регулярно предоставляется финансовая отчетность, составленная по национальным стандартам компании-эмитента ценных бумаг. Однако инвесторы из числа «квалифицированных институциональных инвесторов», намеревающиеся торговать



Источник: The Bank of New York. Depository Receipts//1999 Year-end market review.

ограниченными АДР, могут потребовать от эмитента частичного раскрытия финансовой отчетности и в стандартах GAAP US. АДР такого типа не могут обращаться на американских биржах и в NASDAQ и не могут быть выпущены на открытый рынок в течение одного года после первоначального предложения.⁶ При первичном размещении

⁵ Соловьев Д.В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках. // <http://www.custody.ru>

⁶ Ранее АДР могли быть выпущены на открытый рынок только по прошествии двух лет с момента их первоначального предложения. Данное изменение, принятое SEC, вступило в силу с 29 апреля 1999 года. http://adr.com/adr/adr_info_r144fin.html

АДР на американском фондовом рынке андеррайтер должен приобрести АДР эмитента и затем перепродать их другим «квалифицированным институциональным инвесторам» в электронной торговой системе PORTAL (Private Offerings, Resales & Trading through Automated Linkages) (далее – PORTAL), которая была создана Национальной Ассоциацией Дилеров фондового рынка, и включение в которую служит обязательным условием для осуществления клиринга и взаиморасчетов через Депозитарную трастовую компанию. Таким образом, «квалифицированные институциональные инвесторы» торгуют АДР через закрытую компьютерную сеть PORTAL.

АДР по Правилу 144А могут выпускаться одновременно со спонсируемыми АДР первого уровня. До сих пор в американском законодательстве существует спорный вопрос, касающийся возможности одновременного выпуска АДР по Правилу 144А со



Источник: The Bank of New York. Depository Receipts//1999 Year-end market review.

спонсируемыми АДР первого уровня.

АДР по Правилу 144А могут торговать только «квалифицированные институциональные инвесторы». По законодательству США АДР первого уровня доступны как крупным, так и мелким инвесторам, что создает значительный риск для последних в связи с ограниченной информацией по

компаниям-эмитентам АДР первого уровня. Поэтому в практике американского фондового рынка принято негласное правило, что АДР первого уровня могут покупать и продавать только «квалифицированные институциональные инвесторы», хотя законодательно это положение нигде не закреплено.

Преимущества программы размещения АДР по Правилу 144А:

- при размещении АДР по Правилу 144А не требуется соблюдение отчетных требований SEC; «квалифицированные институциональные инвесторы» тем не менее могут потребовать определенную финансовую информацию, однако только

до тех пор, пока эмитент не оформит освобождение от этой обязанности по Правилу 12g3-2(b);

- такие АДР обеспечивают гораздо более дешевый способ привлечения капитала, чем с помощью публичного размещения, а процедура их выпуска значительно проще и занимает меньше времени;
- могут быть выпущены как отдельно, так и в рамках программы глобального размещения;
- операции с ними проводятся в электронной торговой системе PORTAL, расчеты и клиринг по ним могут производиться в Депозитарной трастовой компании.

Недостатки программы размещения АДР по Правилу 144А:

- могут быть проданы только в США «квалифицированным иностранным инвесторам», и хотя последних насчитывается около 4000⁷, показатели ликвидности рынка ограниченных АДР ниже, чем показатели ликвидности рынка публичных АДР.

АДР, выпускаемые в соответствии с Правилom “S”

Программа АДР, выпущенных в соответствии с Правилom “S” (“global offering”), предусматривает, что компания-эмитент не может предпринимать прямые усилия, направленные на предложение и продажу в США ценных бумаг, но может пользоваться услугами котировальных агентств, публиковать информацию в «Розовых страницах». Таким образом, такие АДР могут приобретаться только неамериканскими резидентами. Американские инвесторы могут покупать эти АДР только после окончания «сезонного периода», который длится от 40 дней до 1 года.⁸ Длительность «сезонного периода» зависит от спроса на данные АДР и степени открытости эмитента. Чем выше спрос и ниже открытость, тем длиннее «сезонный период». АДР, выпущенные в соответствии с Правилom “S”, не регистрируются в SEC. По окончании «сезонного периода» такие АДР могут легко быть конвертированы в спонсируемые АДР первого уровня путем подачи эмитентом в SEC соответствующего регистрационного заявления.

⁷ Свердлов В. Российские проблемы в использовании мировой практики инвестиционных операций. // Внешнеэкономический бюллетень. -1999. -№5. -С.62.

⁸ Данилов Ю. Инвестирование в акции российских эмитентов посредством Американских депозитарных расписок. // Вестник НАУФОР. -1998. -№21. -С.42.

При этом обеспечением АДР нового типа служат те же самые ценные бумаги, что были задепонированы под АДР Правила "S". Таким свойством этого типа АДР широко пользуются неамериканские инвесторы, приобретающие АДР Правила "S" с целью их последующей перепродажи на американском открытом рынке.

Частное размещение в соответствии с Правилom 144A может быть осуществлено в США в то же самое время, что и публичное размещение тех же самых ценных бумаг в соответствии с Правилom "S" вне США, без нарушения Правилa "S" о «прямых попытках продажи».

Наиболее близким к АДР видом депозитарных расписок являются ГДР, бумаги, выпускаемые часто тем же депозитарным банком и по тому же депозитарному договору, что и АДР. АДР позволяют зарубежным эмитентам получать доступ к фондовому рынку США, тогда как ГДР позволяют выход на два и более рынков, чаще всего на рынок США и евро рынки, с одним и тем же видом взаимозаменяемых ценных бумаг. Выпуск ГДР преимущественно осуществляется в целях привлечения капитала, таким образом, та часть выпуска, которая предназначена для обращения в США, будет состоять из АДР, регистрируемых по процедуре Правилa 144A, или АДР третьего уровня, в зависимости от того, ориентируется ли эмитент на закрытое или на открытое предложение своих акций на рынке США, а другая часть выпуска будет зарегистрирована в соответствии с Правилom "S" и будет размещена на европейском фондовом рынке. Связи между депозитарными системами Euroclear и CEDEL в Европе и Депозитарной трастовой компанией в США позволяют эффективное и надежное проведение расчетов по операциям с ценными бумагами между этими двумя крупнейшими финансовыми рынками.

Итак, в этом параграфе было дано определение такого финансового инструмента, как АДР. Были рассмотрены виды программ размещения АДР и выделены преимущества и недостатки каждой из них. Тип используемой программы зависит от потребностей эмитента, особенностей внутреннего рынка страны эмитента и настроения инвесторов.

1.2. Требования к иностранным эмитентам для регистрации американских депозитарных расписок в Комиссии по ценным бумагам и биржам США

Прежде чем АДР могут быть размещены на американском рынке, они, как и депонированные под них ценные бумаги, должны быть зарегистрированы SEC в соответствии с американским законодательством по ценным бумагам или получить освобождение от такой регистрации. В любом случае эмитент обязан раскрывать необходимую информацию. SEC разработала систему регистрации для иностранных эмитентов, в том числе тех, под акции которых выпускаются АДР. Эмитенты через своих агентов и консультантов представляют в SEC регистрационные заявления и проспекты эмиссий в соответствии с требованиями *Закона «О ценных бумагах» 1933 г.* и периодическую отчетность о финансовых результатах и процедуре управления и контроля в соответствии с требованиями *Закона «О фондовых биржах» 1934г.*

Закон «О ценных бумагах» 1933 г.

По этому закону эмитент имеет право публично размещать ценные бумаги, только если они зарегистрированы или получили освобождение. Регистрация охватывает только то количество и вид (выпуск) ценных бумаг и только на цели, которые указаны в таком заявлении.

Закон «О фондовых биржах» 1934 г.

Данный закон регулирует функционирование биржевого рынка США, а также создание автоматизированных систем, посредством которых совершаются сделки с ценными бумагами. По этому закону эмитент ценных бумаг, чьи бумаги обращаются на американских фондовых биржах или открытом фондовом рынке, должен предоставить периодическую отчетность о финансовых результатах и процедуре управления и контроля. В отличие от регистрации по 1933-му акту, охватывающей только конкретные бумаги, задействованные в конкретной сделке, регистрация по 1934-му акту охватывает весь класс ценных бумаг. Если ценные бумаги эмитента не находятся в листинге на фондовых биржах США или в системе NASDAQ, эмитент в соответствии с Законом 1934 года может попросить SEC об освобождении от регистрации и отчетности по Правилу 12g3-2(b). Если SEC не предоставила такого рода освобождение, то эмитент

также подлежит регистрации и несет обязанность регулярного предоставления отчетности в SEC.

В следующей таблице приведена информация по процедурам регистрации, установленным SEC, порядку проведения торговых операций с АДР и возможности привлечения дополнительного капитала в зависимости от типа программы размещения АДР:

Тип программы	Процедура регистрации в SEC		Торговые операции	Привлечение капитала
	1933 г.	1934 г.		
Неспонсируемая	F-6	12g3-2(b)	внебиржевой рынок	нет
Спонсируемая первого уровня	F-6	12g3-2(b)	внебиржевой рынок	нет
Спонсируемая второго уровня	F-6	20-F	NYSE AMEX NASDAQ	нет
Спонсируемая третьего уровня	F-1 & F-6	20-F	NYSE AMEX NASDAQ	нет
По Правилу 144А	отсутствует	12g3-2(b)	PORTAL	да

По *Закону 1933 г.* ценные бумаги не могут предлагаться инвесторам до тех пор, пока SEC не решит, что регистрационное заявление отвечает требованиям закона. Требование раскрытия данных обусловлено необходимостью предоставить потенциальным инвесторам достаточно полную информацию для принятия инвестиционного решения.

- **Форма F-6**

Эта форма используется только для регистрации программ выпуска АДР. Депонированные ценные бумаги должны регистрироваться отдельно по соответствующей форме (например, по форме F-1) в случае осуществления программы АДР третьего уровня. SEC регистрирует не сами депозитарные акции, а «программу выпуска АДР в целом». Таким образом, американский депозитарий освобождается от обязанности отвечать по *Закону 1933 г.* за точность сведений, приведенных в

регистрационном заявлении или в проспекте, являющемся его основной частью. Может быть так, что у неамериканской компании уже есть форма F-6, регистрирующая ее АДР. В зависимости от того, относится эта форма к спонсируемым или неспонсируемым ценным бумагам, какой депозитарий ее заполнял и от некоторых других условий, можно воспользоваться уже существующей формой F-6, что ускорит процесс регистрации.

Форма состоит из двух частей. *Первая часть* содержит информацию, включаемую в проспект эмиссии: (1) название депозитария, его адрес и месторасположение главного офиса; (2) название АДР и идентификацию в нем депонированных ценных бумаг, краткое описание условий депонирования; (3) сведения о всех платежах, которые должен произвести держатель АДР, включая описание предоставляемой услуги. *Вторая часть* состоит из копий документов и обязательств по дальнейшему предоставлению определенной информации SEC один раз в полугодие: (1) копия депозитного соглашения; (2) любые договоры, связанные с программой АДР, в которых депозитарий является стороной; (3) мнение юридических советников о легальности проведения конкретной программы АДР; (4) данные о дилерах, задействованных в программе, и ряд иных сведений. Как правило, по истечении шести месяцев после регистрации проекта SEC, эмитент должен предоставлять ей каждые полгода данные: о количестве депозитарных акций, подтвержденных АДР, и их держателей, «о дилерах, депонирующих ценные бумаги против выпуска АДР», а также информацию о ценах на услуги, содержащуюся в проспекте.

- **Форма F-1**

Зарубежные эмитенты, планирующие открытое предложение в США в форме программы размещения АДР третьего уровня, должны подавать форму F-1 для регистрации предполагаемого выпуска новых ценных бумаг. Согласно этой форме в проспект эмиссии должна быть включена следующая информация: общая информация об эмитенте, направления использования вырученных средств, сведения о факторах риска и соотношении ожидаемых доходов к фиксированным расходам, определение цены размещения, план размещения, описание предлагаемых к регистрации ценных бумаг, сведения о юридических консультантах. Если ценные бумаги иностранного

эмитента уже находятся в листинге на одной из американских фондовых бирж, либо допущены к котировке в системе NASDAQ, то эмитент может использовать для регистрации новых выпусков «сокращенные» формы: либо F-2, либо F-3 (в них содержатся ссылки на форму F-1). Выбор одной из этих форм обусловлен периодом времени, в течение которого эмитент предоставляет в SEC отчетность по Закону 1934 г.

Регистрация по *Закону 1934 г.* предполагает использование формы 20-F.

- **Форма 20-F**

Форма 20-F представляет собой заявку на регистрацию и годовой отчет, подаваемые эмитентами спонсируемых АДР второго и третьего уровня в SEC. Она включает в себя подробный отчет обо всех значительных хозяйственных операциях и финансовых результатах, а также должна составляться в соответствии со стандартами GAAP US. Форма 20-F состоит из четырех разделов: (1) общая информация о компании и ее деловой активности; (2) описание ценных бумаг, подлежащих регистрации, название банка-депозитария, выпускающего АДР; (3) информация о долговых обязательствах компании и о случаях невыплаты дивидендов; (4) различные формы финансовой отчетности.

- **Правило 12g3-2(b)**

В условиях, когда ценные бумаги иностранного эмитента не находятся в листинге на американской фондовой бирже или котируются в системе NASDAQ, требуется обязательная регистрация по Закону 1934 г. Однако, если ценные бумаги эмитентов не находятся в листинге на фондовых биржах США или в системе NASDAQ, они могут попросить SEC об освобождении от регистрации и отчетности по Правилу 12g3-2(b). Если этого не сделано, то такие эмитенты также подлежат регистрации и несут обязанность регулярного предоставления отчетности в SEC.

Использование этого Правила возможно в нескольких случаях:

- капитал иностранного эмитента равен или превышает 5 млн. долл.;
- 300 и более его акционеров являются резидентами США;
- количество акционеров ценных бумаг иностранного эмитента превышает 500.

По Правилу 12g3-2(b) указанные эмитенты должны представить в SEC письмо с просьбой «освободить их от регистрации и отчетности по Закону 1934 г. с возможностью предоставления в SEC определенных Правил сведений». На сегодняшний день не существует Формы, закрепляющей требования к оформлению письма, направляемого в SEC. Удовлетворение просьбы компании использовать Правило 12g3-2(b) делается в форме «положительного заключения» SEC. К письму прилагаются: (1) документы и сведения, которые компания предает гласности или обязана предать гласности в соответствии с законодательством страны эмитента, в том числе подаваемые в органы власти документы, которые могут предоставляться в распоряжение общественности, а также заявления для печати; (2) документы и сведения, которые компания распространяет среди своих акционеров у себя в стране, в том числе годовые отчеты, отчеты о выпусках ценных бумаг, а также сведения, которые должны быть представлены фондовой бирже, на которой обращаются ценные бумаги эмитента; (3) «в той части, в которой такая информация известна компании или в какой она может такую информацию получить без приложения чрезмерных усилий и произведения существенных расходов, - сведения о том, сколько держателей ценных бумаг компании каждого типа является резидентами США, сколько и какой процент находящихся в обращении ценных бумаг компании каждого типа принадлежит резидентам США, при каких обстоятельствах эти ценные бумаги были приобретены, а также когда и при каких обстоятельствах было проведено последнее по времени публичное размещение ценных бумаг компанией или ее аффилированным лицом».⁹

В заключение первой главы подведем промежуточный итог. Итак, АДР относятся к классу производных ценных бумаг, в основе которых лежат акции, но могут лежать и другие ценные бумаги. АДР является основным инструментом, обеспечивающим доступ ценных бумаг неамериканских эмитентов к наиболее крупным в финансовом отношении американским инвесторам, которые в силу нормативных

⁹ Закон 1934 г. (Securities Exchange Act), пункт «b» (v) Правила 12g3-2(b)

ограничений не могут непосредственно инвестировать в акции, выпущенные компаниями других стран.

В настоящее время на мировом фондовом рынке представлены неспонсируемые и спонсируемые программы выпуска АДР, а последние, в свою очередь, могут быть программами выпуска АДР первого, второго, третьего уровней или программами АДР, выпущенными в соответствии с Правилom 144А или в соответствии с Правилom "S". На наш взгляд, самым главным различием между программами, с точки зрения эмитента АДР, является то, что некоторые из них позволяют привлекать капитал иностранных инвесторов, а другие всего лишь представляют собой механизм, облегчающий иностранным инвесторам приобретение акций российских эмитентов и проведение операций с ними.

В зависимости от программы выпуска АДР SEC предъявляет различные требования к эмитентам для регистрации их программ, по предоставлению информации и выполнению требований SEC в соответствии с законами 1933 г. и 1934г.

Глава 2. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских эмитентов на международный фондовый рынок

2.1. Порядок обращения американских депозитарных расписок

2.1.1. Выпуск и погашение американских депозитарных расписок

Существует три вида операций с АДР, а именно: выпуск, перепродажа, конвертация (погашение).

Инвестор, решивший вложить свои средства в АДР иностранной компании, дает приказ своему брокеру приобрести для него АДР. Брокер же может купить АДР на американском рынке у другого собственника АДР, либо на местном рынке в виде акций, которые могут быть конвертированы в АДР. Вариант с покупкой акций на местном рынке через местного брокера имеет больше стадий, нежели перепродажа АДР на американском фондовом рынке. Процедуру выпуска АДР я рассмотрю подробно немного позже.

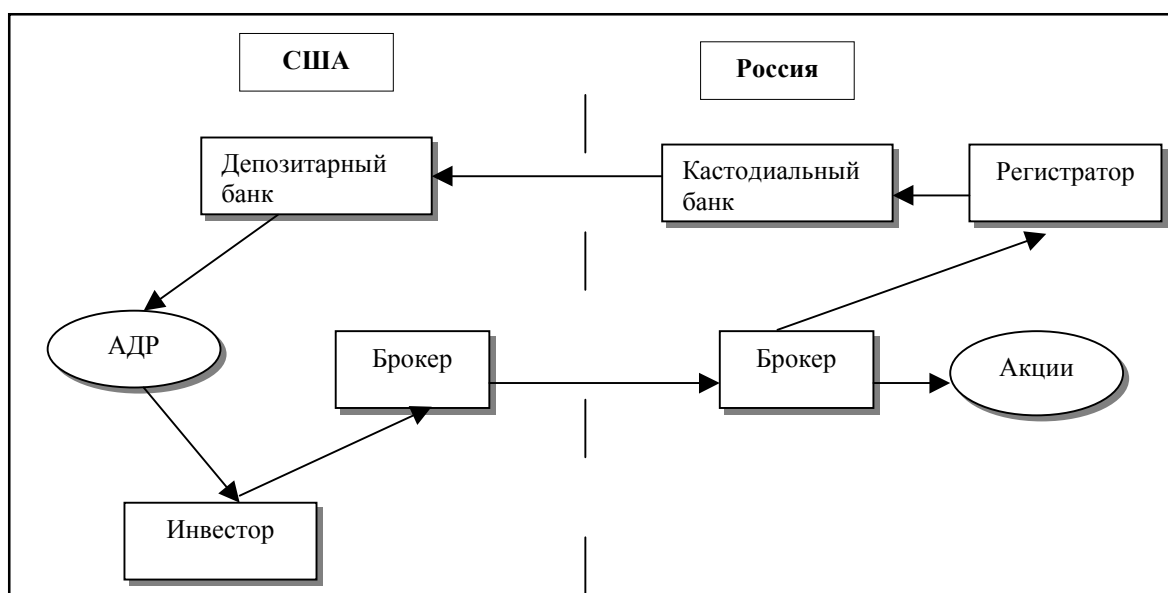
Когда АДР уже выпущены, они торгуются на фондовом рынке как любые другие ценные бумаги, то есть могут свободно продаваться другим инвесторам. АДР при продаже другому инвестору просто переводятся со счета продавца в клиринговой компании на счет покупателя. Расчеты по такой сделке проводятся так же, как и по другим бумагам, торгующимся в США: в американских долларах на третий рабочий день после заключения сделки. Около 95% всех выпущенных АДР торгуются на рынке без конвертации. Таким образом, особенно важной функцией депозитарного банка становится функция трансфер-агента и регистратора.

В случае, когда инвестор хочет продать принадлежащие ему АДР, он извещает об этом своего брокера. Последний может продать их на фондовом рынке США, либо продать в виде обыкновенных акций на местном рынке через свое представительство или местного брокера. При желании инвестора продать АДР данная операция так же, как и приобретение АДР, предоставляет два варианта действий брокеру инвестора: перепродажа, либо погашение АДР. Порядок погашения АДР будет описан ниже.

Вне зависимости от вида и типа депозитарной расписки, принципиальная схема их размещения и погашения идентична.

При *выпуске АДР*, брокер, получив заказ от инвестора на приобретение АДР, покупает акции компании-эмитента в стране происхождения и депонирует их в местном кастодиальном банке, имеющем договорные отношения с депозитарным банком, выпускающим АДР. Кастодиальный банк представляет депозитарному банку подтверждение о том, что задепонированные акции компании перерегистрированы на имя номинального держателя, который определяется по соглашению сторон (обычно в качестве номинального держателя выступает сам депозитарный банк или специально учрежденная им организация). Кастодиальный банк направляет сообщение о наличии акций на счете, их перерегистрации на номинального держателя и поручение на выпуск АДР депозитарному банку. В сообщении указывается:

- количество задепонированных акций;
- наименование эмитента;
- наименование брокера и получателя АДР.



Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в Депозитарную трастовую компанию, получая за эти операции комиссионные от брокера (от 3 до 5 центов за каждые 100 АДР).¹⁰

Депозитарный банк может под свою ответственность и за дополнительную плату осуществить поставку расписок до фактической перерегистрации акций на

¹⁰ Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. // Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

номинального держателя, только на основании уведомления о совершении соответствующей покупки. Такая операция носит название *пререлиз*.

АДР могут выпускаться в виде предъявительских сертификатов, если этого требует инвестор. Однако, для инвестора это влечет дополнительные расходы, и поэтому в большинстве случаев АДР остаются в электронной форме.

Для *погашения АДР* инвестор поручает брокеру продать АДР. Брокер посылает поручение другому брокеру на рынке эмитента на продажу акций, задепонированных под АДР. Когда покупатель найден, брокер уведомляет об этом депозитарный банк, который погашает АДР, и посылает кастодиальному банку сообщение о погашении АДР. Кастодиальный банк перерегистрирует акции на нового владельца. Депозитарный банк взимает комиссионные с брокера за погашение АДР.

Необходимо отметить, что в обычном порядке АДР выпускаются после перерегистрации акций на депозитарный банк, как номинального держателя, и погашаются до перерегистрации акций на нового владельца, т.е. АДР выпускаются под обеспечение акций.

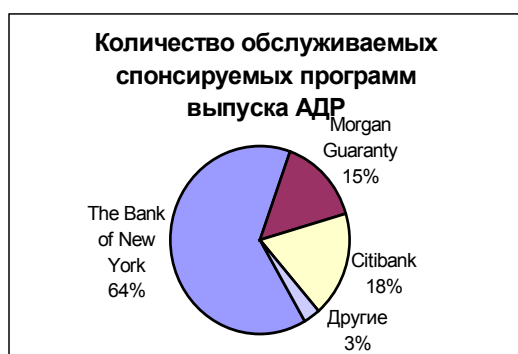
2.1.2. Роль и функции депозитарного банка и кастодиального банка в программах размещения американских депозитарных расписок

В каждой программе АДР должны обязательно участвовать депозитарный банк и кастодиальный банк. В программах *спонсируемых АДР* обязательно также участие эмитента акций. Однако кроме этих исполнителей программ АДР, участия которых требуют нормативные документы SEC, при реализации программы АДР объективно возникает потребность в участии и других лиц, а именно: финансового советника, осуществляющего финансовые консультации компании в процессе организации программы; юридического консультанта, осуществляющего подготовку необходимых документов, предоставляемых в SEC, для регистрации программы выпуска АДР; аудитора, потенциальных инвесторов и андеррайтеров. Чаще всего российские эмитенты в качестве юридического консультанта, оказывающего юридическую поддержку во время осуществления программы выпуска АДР и их последующего обращения,

выбирают наиболее известные компании в мире, которые имеют представительства в России, такие, как-то: Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy. Выбор юридического консультанта – это первый шаг на пути осуществления программы АДР. Вторым шагом, соответственно, является выбор депозитарного банка, который при сотрудничестве с юридическим консультантом будет оказывать помощь в подготовке регистрационных форм для SEC, а впоследствии – выпускать АДР. Затем компания совместно с депозитарным банком должна подобрать кастодиальный банк, который будет вести учет акций, на которые депозитарным банком будут выпущены АДР. При регистрации АДР второго и третьего уровней обязательно наличие аудиторского заключения о состоянии дел компании, желательно, одного из членов «большой шестерки».

Депозитарный банк

Несмотря на то, что SEC разрешает депозитарию в программах АДР быть трастовой компанией, на сегодняшний день практически все программы



Источник: The Bank of New York. Depository Receipts//1999 Year-end market review.

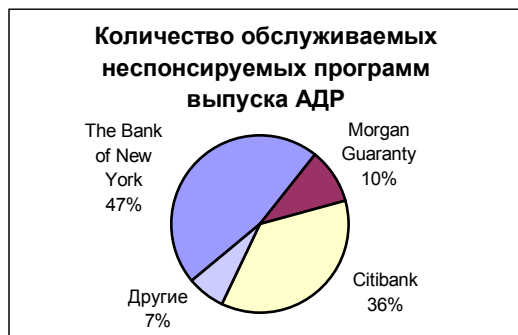
осуществляются банками. Практически монопольно такие программы проводят следующие банки: The Bank of New York, Citibank, Morgan Guaranty, Bankers Trust, Chase Manhattan. Крупнейшими депозитариями являются The Bank of New York и Citibank. По всем программам АДР на акции российских

эмитентов депозитарным банком выступает The Bank of New York.

При выборе депозитарного банка для проведения программ АДР должны быть оценены его:

- операционные возможности (наличие и уровень средств по обеспечению трансфертов акций (ведению реестров собственников АДР), своевременность проведения эмиссии/погашения депозитарных расписок);
- административные возможности (общий опыт работы, опыт реализации/обслуживания программы, учет интересов клиентов);
- качество оказываемых услуг.

Помимо перечисленного, также важен учет возможностей конфликта интересов, например, в случае, когда брокеры, дилеры или андеррайтеры, участвующие в проекте,



являются аффилированными лицами депозитарного банка. Право США запрещает депозитарию в программах АДР быть одновременно андеррайтером и самому, без обращения к брокерам или дилерам, торговать АДР.

Источник: The Bank of New York. Depository Receipts//1999 Year-end market review.

В программах АДР депозитарный банк одновременно выполняет депозитарные функции, является держателем реестра и трансфертным агентом, а также администратором-распорядителем проекта.

Депозитарные функции включают:

- выпуск АДР против поставки ценных бумаг эмитента в кастодиальный банк;
- «раздепонирование» АДР и, как следствие, возврат ценных бумаг эмитента на российский рынок;
- содействие упорядоченной работе фондового рынка при помощи механизма «предраздепонирования».

Российское право не трактует функции депозитария так же широко, как американское. Оно ограничивает их «депозитарной деятельностью», под которой понимается «оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги». ¹¹ Взаимоотношения депозитария и клиента (депонента) по российскому праву строятся в соответствии с депозитарным договором (договор счета депо). В программах АДР по праву США заключаются как договор об открытии счета депо (аналог российского договора о счете депо), так и депозитное соглашение.

Депозитное соглашение заключается между депозитарием и эмитентом спонсируемой программы и регулирует ее проведение. Собственники АДР становятся также его стороной. При покупке АДР по Правилу 144А «квалифицированные

институциональные инвесторы» или их брокеры дополнительно подписывают «свидетельство-соглашение приобретателей АДР согласно депозитному соглашению, заключенному в соответствии с Правилom 144А».¹² В этом документе закреплена обязанность «квалифицированных институциональных инвесторов» соблюдать ограничения, налагаемые законодательством США, на сделки с такими АДР. Образец свидетельства и других документов прилагается к депозитному соглашению так же, как и текст АДР, содержащий его основные условия.

В депозитном соглашении содержатся следующие нормы:

- о правах и обязанностях компании, депозитария и держателей АДР в связи с проведением программы и об оплате депозитарных услуг;
- о правилах выпуска АДР под депонирование ценных бумаг иностранного эмитента;
- о получении дивидендов и других платежей по ценным бумагам иностранного эмитента инвесторами и процедуре голосования ценными бумагами;
- об уплате налогов и сборов;
- о регистрации перехода права собственности на АДР;
- о решении споров, вытекающих из такого договора;
- о поправках к договору и его расторжении.

Как трансфертный агент и держатель реестра, депозитарий обрабатывает трансферты АДР и ведет реестр их зарегистрированных держателей. Также депозитарий в программах АДР обрабатывает выплаты дивидендов, выступает в качестве доверенного лица и отвечает на запросы акционеров.

Будучи администратором-распорядителем проекта, депозитарий:

- оказывает помощь иностранной компании в подготовке для SEC требуемых документов, необходимых для регистрации программы АДР, а также при предоставлении в SEC регулярной финансовой отчетности;
- после регистрации в SEC информирует брокерские, инвестиционные компании и других участников рынка ценных бумаг о начале выпуска АДР;

¹¹ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст.7.

- способствует реализации прав акционеров;
- контролирует ход реализации программы.

Как было сказано ранее, по всем российским программам АДР в качестве депозитарного банка выступает The Bank of New York. Этот выбор не случаен. The Bank of New York является лидером на мировом финансовом рынке по количеству обслуживаемых программ выпуска АДР с момента появления такого финансового инструмента, как АДР. В настоящее время этим депозитарным банком обслуживается более 1300 программ АДР из 69 стран. В 1999 году The Bank of New York зарегистрировал 71% всех новых спонсируемых программ АДР – 130 программ АДР из 39 стран мира. По итогам 1999 года в официальный листинг The Bank of New York включено 79 программ АДР на акции российских эмитентов.¹³

Далее будет рассмотрен вопрос, связанный с требованием Председателя банковского комитета Государственной Думы о рассмотрении и внесении изменений в действующие соглашения российских компаний, осуществляющих программы АДР, с The Bank of New York. Эта мера необходима для того, чтобы предотвратить злоупотребления на российском рынке ценных бумаг. В настоящее время сформировалась технология, которая в отсутствие соответствующего законодательства позволяет менеджменту компаний, выпускающих программы АДР, распоряжаться голосами владельцев АДР. Такое положение создает опасность нарушения прав акционеров. При этом ни российский, ни американский законы не нарушаются. Когда АДР выпускаются под голосующие акции, то формально от лица акционеров, владеющих АДР, выступает депозитарный банк, то есть, The Bank of New York. По соглашению с компаниями-эмитентами банк обязан предупреждать акционеров обо всех вопросах повестки дня собрания акционеров, а также запросить у них инструкции, как голосовать. Однако соглашения между The Bank of New York и компаниями составлены таким образом, что «... The Bank of New York должен информировать акционеров только в том случае, если сама компания-эмитент его об этом попросит. В случае если не попросит, то можно этого и не делать... Если же банк не получает инструкцию по

¹² Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. -М.: Статут, 1996. -С.56.

голосованию, то он выдает доверенность на право голосовать самой компании, то есть менеджменту».¹⁴ В ряде случаев это может привести к злоупотреблениям – нарушению прав миноритарных акционеров, а где-то к ущемлению прав старших акционеров. Как известно, в некоторых случаях им является государство. Наглядный пример: в 99% случаев держателям АДР РАО «ЕЭС России» инструкции по голосованию не выдавались, а The Bank of New York выдавал доверенность менеджменту РАО «ЕЭС России» на голосование 26%-ным пакетом акций компании, принадлежащим иностранным инвесторам.¹⁵

По словам Шохина А., предоставленная The Bank of New York российским компаниям возможность получения права голосовать от имени иностранных владельцев АДР, которая закреплена в депозитном соглашении, заключаемом между российским эмитентом АДР и The Bank of New York, является большой выгодой как для менеджмента российских компаний, которые могут манипулировать голосами при проведении в Совет директоров удобных для руководства компании людей и блокировать неудобные для менеджмента решения собраний акционеров, так и для самого депозитарного банка, который старается с помощью предоставляемой возможности «перетянуть этот бизнес на себя».

Для решения проблемы, связанной с ущемлением прав акционеров компании, выпускающей АДР, необходимо внести изменения и дополнения в Закон «Об акционерных обществах», в соответствии с которым вводился бы запрет на голосование менеджерами акционерных обществ от имени акционеров-собственников АДР. В мае 2000 года планируется провести слушания на эту тему в Государственной Думе РФ с участием представителей The Bank of New York.

¹³ The Bank of New York. Press releases: New records established in depositary receipt markets in 1999.// -С.5.

¹⁴ интервью Председателя банковского комитета Государственной Думы Шохина А. Интерфаксу -АФИ

¹⁵ Сборов Л. Александр Шохин: BONY сам подучил русских. // Газета.Ru. -15 февраля 2000.

(<http://www.gazeta.ru>)

Кастодиальный банк

Важное значение для бесперебойного функционирования механизма АДР имеет деятельность кастодиального банка. В качестве кастодиального банка выступает либо филиал депозитарного банка, либо местный банк, удовлетворяющий следующим требованиям:

- кастодиан должен отвечать требованиям Правила 17f-5 Закона США «Об инвестиционных компаниях» 1940г. или иметь возможность получить освобождение;
- кастодиан должен иметь рекомендацию клиентов и регулирующих органов.

В соответствии с Правилom 17f-5 под *кастодианом* подразумевается:

- 1) национальный по капиталу банк или трастовая компания, имеющая акционерный капитал не менее 200 млн. долл.;
- 2) филиал банка США, зарегистрированный по местному законодательству с акционерным капиталом не менее 100 млн. долл.;
- 3) центральный в данной стране депозитарий или клиринговая компания;
- 4) депозитарий или клиринговая компания, работающая в транснациональной системе хранения ценных бумаг.

В том случае, если финансовый институт не отвечает требованиям Правила 17f-5, у него есть возможность получить «приказ об освобождении», который делает исключение для организации в отношении конкретного правила. Например, акционерный капитал Chase Manhattan Bank International (Москва), филиала крупного американского банка Chase Manhattan Bank, составлял менее 100 млн. долл., что противоречит Правилу 17f-5. Банк получил «приказ об освобождении» от требования к акционерному капиталу в связи с высокой репутацией головного банка и стал выполнять функции кастодиана. Действие «приказа об освобождении» распространяется только на финансовый институт, который его получил.

Кастодиан выполняет ряд важных функций по программам АДР, в частности:

- осуществляет учет, хранение и перерегистрацию акций, под которые выпускаются АДР, в реестре на имя депозитарного банка, как номинального

держателя, по его указанию;

- уведомляет депозитарный банк о предстоящих и осуществленных корпоративных действиях эмитента акций;
- осуществляет конвертацию в доллары США и перевод депозитарному банку доходов по ценным бумагам (дивиденды, проценты и пр.);
- осуществляет удержание налогов по выплатам по ценным бумагам;
- осуществляет голосование на собраниях акционеров по поручению депозитарного банка;
- обеспечивает депозитарный банк информацией об эмитентах ценных бумаг, под которые выпущены АДР.

В качестве *российских кастодианов по программам АДР* выступают следующие банки:

1. российские представительства (дочерние компании) транснациональных банков Chase Manhattan, Citibank, ING Eurasia. Эти банки получили освобождение от Правила 17f-5 благодаря репутации головных банков, хотя сами представительства - российские резиденты требованиям 17f-5 по размеру акционерного капитала не отвечают. Банк ING Eurasia выступает кастодианом по всем программам АДР на российские корпоративные бумаги, осуществляемые The Bank of New York;
2. "Внешторгбанк", который получил разрешение SEC, как полностью отвечающий условиям Правила 17f-5. "Внешторгбанк" является кастодианом по программам ГДР (Правило 144А и Правило "S") на 5 выпусков ОВГВЗ.

До финансового кризиса 18 августа 1998 года акции российских эмитентов, которые депонировались для выпуска АДР, находились на хранении в Депозитарно-клиринговой компании. Однако после финансового кризиса в России The Bank of New York, руководствуясь пожеланиями своих клиентов, счел целесообразным хранить

акции российских эмитентов в едином государственном депозитарии или у всемирно признанного кастодиана. В связи с тем, что концепция по созданию Центрального депозитария до сих пор еще находится на стадии разработки, то речь о переводе акций в единый государственный депозитарий не шла. В итоге акции, принадлежащие клиентам The Bank of New York и находящиеся на хранении в Депозитарно-клиринговой компании, были переведены в банк ING Barings в номинальное держание ING Bank Eurasia Moscow.

В конце 1999 года руководство Депозитарно-клиринговой компании обратилось в The Bank of New York с просьбой о возобновлении депонирования в Депозитарно-клиринговой компании акций под выпуск АДР. Руководство The Bank of New York в целом положительно отнеслось к просьбе компании, однако из-за скандала вокруг российских счетов в ближайшее время, по-видимому, вопрос о возобновлении расчетов по АДР через Депозитарно-клиринговую компанию так и останется нерешенным.

Как свидетельствует практика проведения операций с АДР, кастодиальный банк получает 20 % от доходов по программе АДР, проведенной депозитарным банком – The Bank of New York.

2.2. Операции с американскими депозитарными расписками

2.2.1. Участие российских эмитентов в программах выпуска американских депозитарных расписок

Несколько лет назад благодаря АДР российский рынок ценных бумаг начал реальную интеграцию в мировую систему торговли ценными бумагами, причем происходило это в формах, приемлемых не только для внутренних его участников, но и для внешних инвесторов. Вполне естественно, что для крупных транснациональных компаний предпочтительнее работать с привычными для них производными ценными бумагами, такими, как АДР, допущенными к обращению на американском фондовом рынке и исключаящими риски, которые свойственны развивающимся рынкам. К тому

же строгий контроль SEC – гарантия «доброкачества» выпускаемых производных ценных бумаг.

Выпуск программ АДР для многих российских компаний представляет повышенный интерес. АДР уже выпущены на наиболее ликвидные акции компаний таких отраслей, как-то: нефтяная, телекоммуникационная, машиностроение и энергетическая. АДР различных видов обращаются на многих развитых фондовых рынках мира. Они входят в листинги бирж и электронных торговых систем таких финансовых центров, как Нью-Йорк (OTC, NASDAQ, NYSE), Лондон, Берлин, Франкфурт и других.

1994 и 1995 года отмечены началом активных исследований рынка АДР, которые и предоставили возможность российским компаниям сделать первый шаг на западный финансовый рынок. Российская компания с иностранным участием Sun Interbrew первой осуществила выход на западный фондовый рынок при помощи выпуска АДР первого уровня. Однако первым выпуском АДР чисто российской компании был выпуск АДР на акции АО «Мосэнерго», произведенный 22 октября 1995 года в соответствии с правилом 144A/RegS на сумму 22,5 млн.долл. О высокой популярности эмитента свидетельствовало то обстоятельство, что спрос на размещаемые АДР в три раза превысил предложение.¹⁶ В настоящее время АДР АО «Мосэнерго» котируются на фондовых биржах Германии и внебиржевом рынке США. Результатом выпуска стал ажиотажный спрос на данные бумаги – темпы роста котировок в конце 1995 года превышали средний показатель в секторе «голубых фишек». К концу 1996 года курсовая стоимость АДР выросла на 263%.¹⁷ Вслед за АО «Мосэнерго» последовал нефтяной холдинг "ЛУКОЙЛ", выпустивший АДР первого уровня 27 декабря 1995 года. Все существующие в настоящее время программы АДР приведены в следующей таблице.

¹⁶ Шилина Г., Мальцев М. Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок. // Рынок ценных бумаг. -1996. -№3. -С.5.

¹⁷ Бюллетень, подготовленный информационным агентством АК&М совместно с Московским региональным отделением ФКЦБ. Рынок корпоративных акций московских эмитентов. // 1 сентября 1998 года. -С.34.

Эмитент	Вид АДР	Количество акций в одной АДР	Дата первого выпуска
Sun Interbrew	I	1	дек.94
Мосэнерго	144A/Reg S	30	окт.95
ЛУКОЙЛ	I	4	дек.95
ЛУКОЙЛ	144A/Reg S	4	
Северский трубный завод	I	10	фев.96
Черногорнефть	I	1	мар.96
Инкомбанк	I	15	май.96
Банк "Менатеп"	I	10	июн.96
Торговый дом ГУМ	I	2	июн.96
Банк "Возрождение"	I	1	июл.96
РАО "Газпром"	144A/Reg S	10	окт.96
Вымпелком	III	0,75	ноя.96
Сургутнефтегаз	I	50 (100)*	дек.96 (март1998)
Иркутскэнерго	I	50	янв.97
РАО "ЕЭС России"	I	100 (100)	апр.97 (ноя.97)
РАО "ЕЭС России"	Reg S	100	ноя.97
Мосэнерго	I	100	июл.97
Торговый дом ЦУМ	I	20	июл.97
Уралсвязьинформ	I	200	июл.97
Роснефтегазстрой	I	0,5	авг.97
Бурятзолото	I	1	окт.97
Кузбассэнерго	I	10	окт.97
Связьинформ (Н.Новгород)	I	2	окт.97
Тюменьтелеком	I	1 (2)	окт.97 (окт.97)
Уралмаш-заводы	144A/Reg S	1	янв.98
Кубаньэлектросвязь	I	0,5	фев.98
Ростелеком	II	6	фев.98
Самарэнерго	I	60(20)	фев.98 (фев.98)
Казанская ГТС	I	5	мар.98
Приморское морское пароходство	I	10	мар.98
Казанская городская телефонная сеть	I	5	мар.98
Электросвязь (Ростовская обл.)	I	5	мар.98
Татнефть	I	1	янв.97
Татнефть	II	20	мар.98
Татнефть	144A	1	мар.98
Связьинформ (Челябинск)	I	0,2	апр.98
Акрихин	144A/Reg S	0,1	май.98
Тюменьавиатранс	I	100	май.98
Ростовэнерго	I	100 (100)	сен.98 (сен.98)
Хантымансийскокртелеком	I	1	окт.98
Башинформсвязь	I	10	ноя.98
Нижнекамскшина	I	2	ноя.98
Связьинформ (Самара)	I	0,2	ноя.98
Нижнекамскнефтехим	I	0,5	дек.98

Новгородтелеком	I	0,05	дек.98
АвтоВАЗ	Reg S	30	апр.99
Электросвязь (Иркутская обл.)	Reg S	40	апр.99
Дальневосточное морское пароходство	Reg S	50	апр.99
ДВМП	I	50	апр.99
Оргсинтез (Казань)	I	6	апр.99
Ленэнерго	Reg S	80	апр.99
ЛОМО	Reg S	10	апр.99
МКФ "Красный Октябрь"	Reg S	1	апр.99
Сибнефть	I	10	апр.99
Славнефть-Мегионнефтегаз	Reg S	30 (30)	апр.99 (апр.99)
Волго-Танкер	Reg S	30	апр.99
МГТС	I	0,1	июн.99
<i>* в скобках - данные по привилегированным акциям</i>			
Минфин - 5/14/1999	144A/Reg S	1000	фев.96
Минфин - 5/14/2003	144A/Reg S	1000	фев.96
Минфин - 5/14/2006	144A/Reg S	1000	июл.96
Минфин - 5/14/2008	144A/Reg S	1000	фев.96
Минфин - 5/14/2011	144A/Reg S	1000	авг.96

Источник: официальный сайт The Bank of New York (www.bankofny.com); материал, предоставленный Управлением регулирования деятельности регистраторов, депозитариев и клиринговых организаций ФКЦБ России.

Приведенный список компаний, осуществивших программы выпуска АДР, можно дополнить еще двумя компаниями - НТВ и ТНТ-телесеть. В январе 2000 года The Bank of New York зарегистрировал программы АДР по Правилу 144А.¹⁸

Как видно из таблицы, к настоящему времени программы АДР выпустили около 55 российских компаний. Однако лишь три из них: «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть» - добились того, что АДР на их акции котируются на самой престижной бирже мира – NYSE. При этом «Вымпелком» – пока единственная компания, в результате размещения АДР третьего уровня привлекающая средства неограниченного круга инвесторов. По сути, только АДР третьего уровня можно считать инвестиционным инструментом в полном смысле этого понятия. АДР первого и второго уровней можно, скорее всего, отнести к инструментам создания положительного имиджа, ведь реальных денежных средств компании-эмитенту они не приносят.

С момента выхода российских компаний на международный фондовый рынок лишь только одна российская компания выпустила АДР третьего уровня. Этот факт

¹⁸ Соловьев Д.В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках.//Рынок ценных бумаг 2000. -№6. -С.16.

можно объяснить тем, что программа выпуска АДР третьего уровня - самая дорогостоящая и трудоемкая из всех, затраты на нее составляют порядка 0.5-1 млн.долл., и поэтому многие российские компании считают, что эта программа не стоит таких денег, и предпочитают выпускать АДР более низких уровней. Для сравнения следует сказать, что, например, затраты по выпуску АДР первого уровня составляют около 20-50 тыс.долл., второго - 200-500 тыс.долл., программы частного размещения обходятся в 100-400 тыс.долл.¹⁹

Заинтересованность российских компаний в привлечении инвестиций в свою деятельность путем выпуска АДР третьего уровня налицо. В январе 2000 года вышел пресс-релиз «Сибнефти», где говорится о намерении компании выпустить в 2000 году АДР третьего уровня. К началу февраля этого года в рамках подготовки к выпуску АДР третьего уровня была осуществлена смена номинального держателя акций компании, которым ранее являлся «Росбанк». Высший руководящий состав «Сибнефти», владевший в совокупности 80% акций компании, перевел 60 % акций в номинальное держание трем крупнейшим европейским банкам ING Barings (22,08%), Deutsche Bank (19,32%) и ABN AMRO (19,55%).²⁰

Другая российская компания - «Аэрофлот – Российские международные авиалинии» - также заявила о своих намерениях выпустить АДР третьего уровня в середине 1999 года. Однако до настоящего времени программа выпуска АДР не была осуществлена в связи с проблемой, связанной с дополнительной эмиссией акций, которая требуется для выпуска АДР третьего уровня. Государственная доля составляет 51,17 % уставного капитала компании, и вопрос о распределении акций дополнительной эмиссии до сих пор не урегулирован.

Две программы – компании «Татнефть» и «Ростелеком» - второго уровня, причем «Татнефть» сначала прошла через АДР первого уровня, конвертировав их во второй, а «Ростелеком» сразу выпустил АДР второго уровня.

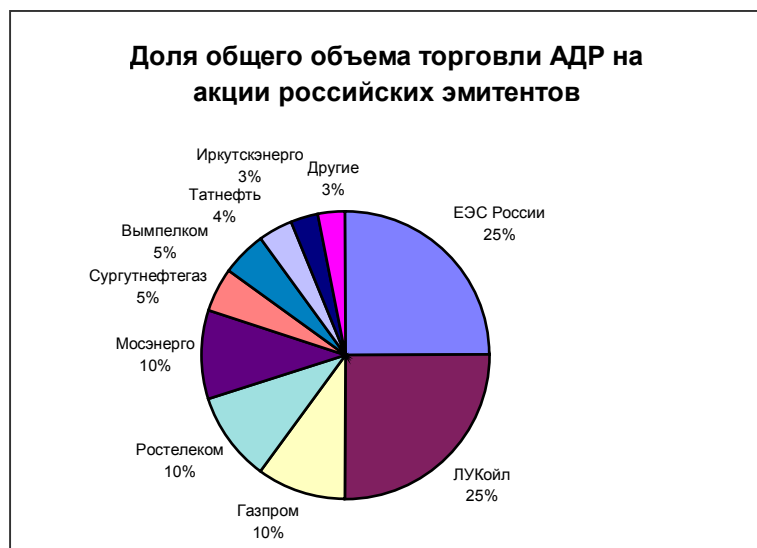
Абсолютное большинство же из существующих программ выпуска АДР - первого уровня. Практически все эмитенты начинают размещение своих ценных бумаг за

¹⁹ http://www.telegraph.ru/business_adr/adrcl.shtml

²⁰ «Сибнефть» намерена выпустить АДР-3. // новости Интерфакс. -30 декабря 1999.

рубежом с этого уровня АДР, постепенно конвертируя их в АДР более высокого уровня в зависимости от популярности этих производных ценных бумаг на внебиржевом рынке.

Что же касается популярности, то есть объемов торговли той или иной бумагой, то здесь судить можно весьма приблизительно, так как рынок на большинство АДР на



:

Ренессанс-Капитал.

акции российских эмитентов внебиржевой, поэтому полной прозрачности у него нет. Как отмечалось выше, единственной организацией, наиболее полно владеющей такой информацией, является The Bank of New York, но он не публикует ее, так что об объемах торговли можно судить только на основании экспертных оценок.

Для подавляющего большинства предприятий программы выпуска АДР первого уровня были хорошей рекламой, хотя и довольно дорогой. Впрочем, российские участники программ АДР добились не только известности на западном финансовом рынке. Одни компании смогли привлечь дешевые и длинные деньги в виде кредитов западных банков. Другие, например, «Мосэнерго», «Татнефть», «Иркутскэнерго», получили дополнительные средства в виде еврооблигаций. К программам выпуска АДР активно подключились и региональные компании - на периферии финансовых ресурсов значительно меньше, чем в центре России. В прошлом году АДР выпустили «Электросвязь», «Дальневосточное морское пароходство», «Ростовэнерго» и другие.

Интересная ситуация сложилась после финансового кризиса 17 августа 1998 года, которая и явилась подтверждением АДР как эффективного финансового инструмента, используемого российскими компаниями для привлечения инвесторов. После финансового кризиса АДР некоторое время были единственными производными ценными бумагами, которые реально торговались. Их котировки, конечно, упали в

несколько раз, но они сохранили главное – ликвидность на международном рынке ценных бумаг. Все остальные акции российских компаний просто нельзя было продать, и они осели мертвым грузом в портфелях инвесторов. Даже сейчас на российском фондовом рынке торгуются не все акции, на которые выпущены АДР. Более того, ценные бумаги некоторых эмитентов, например «Вымпелкома» или «Роснефтегазстрой», можно купить только на западном фондовом рынке.

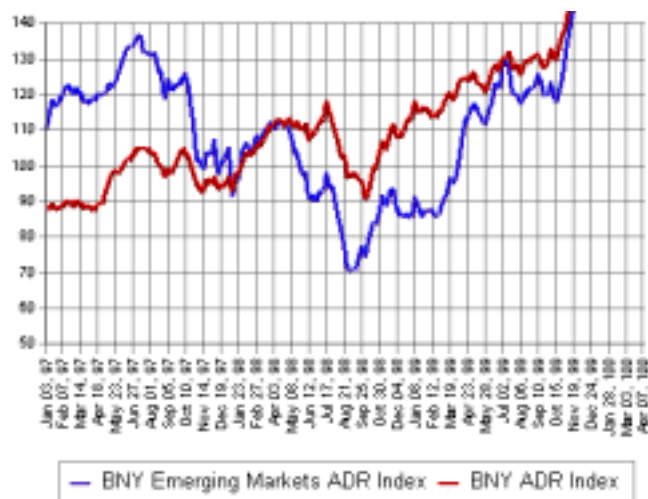
В настоящее время многие российские компании, оценив преимущества программ АДР, активно работают на перспективу и готовят программы выпуска АДР.

При анализе выше представленной таблицы видно, что только три российских коммерческих банка осуществили программы выпуска АДР – «Менатеп», «Возрождение», «Инкомбанк». На взгляд автора, это связано с тем, что Центральный банк России установил ограничение на выпуск АДР в 3% от уставного капитала и предъявляет жесткие требования к ежеквартальным отчетам, в которых должны содержаться данные о всех держателях АДР на счетах в Депозитарной трастовой компании и подробная информация по сделкам, объем которых превышает 1% уставного капитала банка.²¹ После финансового кризиса торговля АДР на акции этих коммерческих банков носила разовый характер. В начале четвертого квартала 1999 года из листинга The Bank of New York исчезли АДР на акции российских банков.

The Bank of New York начиная с 1999 года официально рассчитывает и предоставляет для публичного пользования композитный индекс (Composite Index) движения цен на все АДР, имеющих листинг на NYSE, AMEX и NASDAQ. В разрезе этого индекса представлены следующие 4 региональных индекса: The Europe ADR Index, The Asia ADR Index, The Latin America ADR Index и The Emerging Markets ADR Index. The Bank of New York включает в расчет The Emerging Markets ADR Index котировки АДР, выпущенные компаниями из следующих стран: Россия, Китай, Индия, Корея, Филиппины, Тайвань, Индонезия, Венгрия, Израиль, Польша, Южно-Африканская республика, Греция, Аргентина, Бразилия, Чили, Колумбия, Доминиканская республика, Мексика, Перу и Венесуэла.

²¹ Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. // Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

Диаграмма «Количество спонсируемых программ выпуска АДР по странам», приведенная в первой главе, свидетельствует о том, что среди перечисленных стран количество выпущенных спонсируемых программ АДР российскими компаниями занимает достаточно большую долю. В связи с этим The Emerging Markets ADR Index представляет наибольший интерес для российских компаний.



Далее для сравнения индексов цен на АДР, рассчитываемых The Bank of New York, я приведу таблицу, где данные приводятся на 7 апреля 2000 года.²²

Индекс	Макс. значение	Мин. значение	Закрытие	Закрытие предыд. дня	% изменение	Изменение в % за 52 недели
Composite Index	166.23	164.59	166.23	164.59	1.00	0.36
The Europe ADR Index	171.63	170.00	171.55	170.03	0.89	2.61
The Asia ADR Index	167.49	165.53	167.47	165.51	1.18	- 4.58
The Latin America ADR Index	121.66	119.00	121.66	119.00	2.24	6.42
The Emerging Markets ADR Index	189.01	182.54	189.01	182.49	3.57	6.01

Из таблицы видно, что АДР на акции компаний, находящихся в странах, объединенных названием «развивающиеся рынки», представляют повышенный интерес для иностранных инвесторов. Во-первых, стоит отметить наибольшее значение индекса.

²² Официальный сайт The Bank of New York ; <http://www.bankofny.com/adr>

Во-вторых, явная недооцененность компаний, АДР которых котируются на американском фондовом рынке, дает реальную возможность для совершения спекулятивных операций с ними, и как следствие, происходит повышение курсовой стоимости АДР.

К сожалению, статистическую информацию по результатам торговли АДР на акции российских эмитентов на западных фондовых рынках, за исключением торговли АДР на NYSE, Берлинской фондовой бирже и Франкфуртской фондовой бирже, можно получить, только оплатив доступ к информационно – финансовым агентствам. В настоящее время практически единственной российской компанией, предоставляющей такого рода информацию для любого пользователя глобальной сети Интернет в свободном доступе, является АК&М.

Особое внимание следует уделить индексу АДР, который рассчитывается компанией АК&М с 17 ноября 1997 года. В листинг для расчета индекса АДР российских компаний входит 23 эмитента.

Название эмитента	Количество выпущенных АДР на 01.07.98	Закрепленная торговая площадка
Бурятзолото	205000	Frankfurter Wertpapier Boerse
КБ «Возрождение»	550000	Frankfurter Wertpapier Boerse
Вымпелком	12455547	New York Stock Exchange
Газпром	23700000	London Stock Exchange I EAQ
Торговый дом ГУМ	8268698	Frankfurter Wertpapier Boerse
РАО «ЕЭС России»	18800000	NASD OTC BULLETIN Board
КБ «Инкомбанк»	3040000	Frankfurter Wertpapier Boerse
Иркутскэнерго	13696776	Frankfurter Wertpapier Boerse
Кузбассэнерго	924268	Berliner Wertpapier Boerse
ЛУКОЙЛ	43675000	NASD OTC BULLETIN Board
КБ «Менатеп»	17972501	Frankfurter Wertpapier Boerse
Мосэнерго	66378816	Frankfurter Wertpapier Boerse
Ростелеком	15582404	New York Stock Exchange
Самараэнерго	1166839	Berliner Wertpapier Boerse
Связьинформ (г. Нижний Новгород)	43759471	Berliner Wertpapier Boerse
Северский трубный завод	1121775	Frankfurter Wertpapier Boerse
Сургутнефтегаз	50008733	Frankfurter Wertpapier Boerse
Татнефть	24879040	Frankfurter Wertpapier Boerse

Тюменьтелеком	378460	Berliner Wertpapier Boerse
Уралмаш – заводы	879570	Berliner Wertpapier Boerse
Уралсвязьинформ	1801622	Frankfurter Wertpapier Boerse
Торговый дом ЦУМ	221695	Frankfurter Wertpapier Boerse
Черногорнефть	3910493	Frankfurter Wertpapier Boerse

Как было сказано выше, дата начала расчета индекса АДР – 17 ноября 1997 года. Начальное значение составляло 1.000.

Индекс АДР по состоянию на 20 апреля 2000 года.²³

	значение	изменение		max за 52 недели	min за 52 недели	max за историю	min за историю
		абс.	%				
Индекс АДР	0.878	+17	+1.97	1.089	0.383	1.204	0.105

	изменение за 1 неделю, %	изменение за 1 месяц, %	изменение за 3 месяца, %	изменение за 6 месяцев, %	изменение за 1 год, %
Индекс АДР	-4.25	-4.67	-1.01	+79.18	+114.67

Методика расчета индекса АК&М АДР.

1. Расчетный курс депозитарных расписок на внешнем рынке.

Курс АДР на акции на внешнем рынке определяется как цена закрытия в долларах на закрепленной за эмитентом торговой площадке в листинге индекса. Курс рассчитывается утром на основе информации о прошедших торгах за предыдущую дату.

В случае если денежной единицей на какой-либо торговой площадке служит отличная от доллара США валюта, для определения цены закрытия производится пересчет по курсу, сообщаемому агентством Bloomberg на 18:00 московского времени в день проведения торгов.

2. Индекс АК&М АДР.

Индекс рассчитывается на основе курсов АДР на внешнем рынке, определенных по указанной выше методике. При расчете используется листинг эмитентов. Начальное

²³ Официальный сайт информационно-финансовой компании АК&М; <http://www.akm.ru>

значение индекса равно 1. Значение индекса в каждый последующий рабочий день рассчитывается по формуле:

$$I_t = I_{t-1} * \frac{\sum_{i=1}^m K_i N_i}{\sum_{i=1}^m K_i N_i}, \text{ где}$$

I – индекс АК&М АДР в дни t и $t-1$, m – количество эмитентов, АДР на акции которых входят в листинг, K_i – курс i -той АДР, N_i – количество находящихся в обращении АДР i -того эмитента; $\frac{\sum_{i=1}^m K_i N_i}{\sum_{i=1}^m K_i N_i}$ равно единице, если в дни t и $t-1$ торговля АДР на акции i -того вида проходила на закрепленной за эмитентом торговой площадке, и нулю в противном случае.

3. Принципы составления и изменения листинга для расчета.

В листинг входят российские компании, АДР на акции которых официально зарегистрированы страной, где они выпущены, прошли листинг и обращаются на удовлетворяющих вышеприведенным критериям торговых площадках.

Экспертный совет АК&М может принять решение включать или не включать компанию в листинг, руководствуясь принципами, отличными от приведенных выше.

4. Принципы выбора торговых площадок, на которых фиксируются цены АДР.

Для каждого эмитента АДР торговая площадка закрепляется индивидуально с учетом пожеланий администрации соответствующего эмитента и сложившейся рыночной конъюнктуры.

5. Принципы определения количества выпущенных эмитентом АДР.

Количество выпущенных АДР фиксируется ежеквартально (на первое число каждого квартала). Данную информацию предоставляет администрация соответствующих эмитентов. В случае, если такие данные не будут получены вовремя, экспертный совет АК&М самостоятельно определяет количество выпущенных АДР. При этом за основу берется средний процент от общего количества акций, на которые были выпущены АДР из числа остальных эмитентов листинга.

Решение об изменении листингов для расчета Индекса принимается экспертным советом АК&М ежеквартально (до 15-го числа первого месяца каждого квартала).

Поведение рынка АДР российских компаний определяется тремя группами факторов:

- макроэкономические факторы глобального порядка (например, поведение мировых финансовых рынков, поведение мирового рынка нефти и т.п.);
- макроэкономические и политические факторы, формирующие ситуацию в РФ;
- микроэкономические факторы, то есть факторы, определяющие положение эмитента и ситуацию вокруг него.



Анализ рынка АДР на акции российских эмитентов и российского рынка акций позволяет сделать следующий вывод. В 1996 – 1999 г.г. происходило перемещение торговой активности по российским акциям из Москвы (ММВБ, РТС, МФБ) и Санкт-Петербурга (СПВБ) на западные фондовые рынки – Нью-Йорк, Лондон, Берлин, Франкфурт. Сложилась уникальная ситуация: к настоящему времени объемы сделок с АДР на российские акции на западном фондовом рынке порой превышают объемы рынка акций в России. За 1999 год оборот АДР на фондовых рынках Германии,

Великобритании и США по произведенным расчетам был в два-три раза больше объема торговли российскими акциями непосредственно в России.

Помесячное распределение оборотов в 1999 году по российским акциям (РТС) и АДР на них (Лондонская фондовая биржа), %²⁴

	Месяц									
	Янв.	Февр.	Март	Апр.	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.	Окт.
Лондонская фондовая биржа	2.0	5.1	10.3	6.0	12.2	10.1	31.9	8.9	7.3	6.2
Российская торговая система	1.5	6.0	10.5	8.9	11.0	15.2	18.7	10.3	9.4	8.5

При изучении рынка АДР на акции российских эмитентов важным является вопрос, касающийся степени корреляции рынка акций российских компаний и рынка АДР на акции этих же компаний. В этой связи, на наш взгляд, можно выделить следующие связи между этими двумя рынками: *полное разделение*, когда рынок АДР и рынок акций совершенно не связаны друг с другом; *существование только одного рынка*, причем единственным действенным сегментом может быть как рынок АДР, так и рынок акций; *связанные рынки*. Рассмотрим каждый тип разделения рынка подробнее.

Полное разделение рынка на АДР и акции

В данной ситуации имеется в виду, что рынок АДР и рынок акций российской компании совершенно не связаны друг с другом, то есть АДР нельзя конвертировать в акции и наоборот.

Для примера можно взять компанию РАО «Газпром», которая, реализуя программу АДР, следует распространенному на западных фондовых рынках принципу жесткого разграничения рынка своих ценных бумаг на внутренний и зарубежный сегменты.

Несмотря на то, что внутрироссийские риски являются основным фактором воздействия как на внутренний, так и на внешний рынок российских ценных бумаг, для ОАО "Газпром" действие этого фактора оказывается более мягким: в неблагоприятные

²⁴ Миркин Я.М. «Карточный домик» // Рынок ценных бумаг. 2000. - №4. - С.24.

периоды развития ситуации в России корреляция между ценами на АДР и ценами на акции либо резко снижается, либо почти исчезает.

Известная история с ограничением доли иностранных инвесторов в капитале одной из самых активно торгуемых компаний на российском фондовом рынке - РАО «ЕЭС России» - привела к разрыву цен между АДР и акциями, лежащими в их основе.

Весной 1998 года Государственная Дума РФ, преодолев вето Президента РФ, приняла Закон, касающийся особенностей распоряжения акциями предприятий энергетики, и ограничивающий участие иностранных инвесторов в уставном капитале РАО «ЕЭС России» 25 %. К этому времени доля нерезидентов в уставном капитале составляла около 30%.²⁵ Решение Государственной Думы послужило поводом для The Bank of New York приостановить программу размещения АДР РАО «ЕЭС России». The Bank of New York долгое время конвертировал только АДР в акции. В течение этого периода разрыв в ценах между АДР и акциями составлял 4-5%: не так много, как в случае с РАО «Газпром», однако для одной из самых ликвидных ценных бумаг российского фондового рынка - значительная разница. Однако прошло больше года, и российское Правительство не предприняло конфискационных мер в отношении иностранных акционеров. Анализ, проведенный The Bank of New York показал, что законных оснований для ограничения прав акционеров РАО «ЕЭС России» нет.

Снятие ограничений The Bank of New York на депонирование акций РАО «ЕЭС России» для программ АДР подтверждает определенную степень доверия США к акциям РАО «ЕЭС России» и к российскому рынку в целом. Снятие ограничений, которое произошло в августе 1999 года, значительно повысило ликвидность АДР, а также повлияло на рост объемов торгов акциями этой компании в России.

Итак, при полном разделении рынков АДР и акций, из-за очень низкой корреляции между рынками и отсутствием возможности конвертировать АДР в акции и наоборот, участники одного рынка практически не имеют возможности для влияния на цены другого.

²⁵ Интерес к акциям РАО «ЕЭС России» вырос после разрешения эмитенту продолжить программу АДР. // новости Интерфакс. -3 октября 1999.

В наиболее тяжелые в смысле формирования экономической ситуации в России периоды внешний рынок ценных бумаг компании оказывается более резистентным по сравнению с внешними рынками корпоративных бумаг других компаний РФ.

Существование только одного рынка

Здесь выделяется один сегмент рынка на ценные бумаги компании, осуществившей выпуск АДР. Причем единственным сегментом может быть как рынок АДР, так и рынок акций.

Наиболее ярким примером может служить компания «Вымпелком». В 1996 году происходило размещение АДР на акции этой компании с листингом на NYSE в США, и в тоже самое время создавался местный рынок на акции «Вымпелкома». Акции компании были включены в котировальный лист РТС второго уровня. Немного позже, в феврале 1997 года, акции «Вымпелкома» прошли листинг и были включены в котировальный лист РТС первого уровня. В связи с тем, что размещение всей эмиссии произошло среди иностранных инвесторов, в России просто не осталось акций для того, чтобы в них могли вложить свои средства местные инвесторы. В следствие практически нулевых объемов торговли на акции компании «Вымпелком» сначала был переведен обратно в РТС-2, а затем по просьбе самой компании в начале 1998 году вообще исключен из листинга РТС. В это же самое время объемы торговли в США росли постоянно и сейчас составляют примерно 4-6 млн.долл. в день, что вывело бы компанию на 4-5 место по оборотам в РТС, если бы весь объем проходил через российский рынок. Таким образом, ценные бумаги «Вымпелкома» стали более американскими бумагами, нежели российскими. Подтверждением сказанному выше является график, представленный на следующем рисунке.

Анализируя график видно, что корреляция между котировками цен на АДР «Вымпелкома» и общим индексом цен на российские акции исчезла, и в то время, когда рынок в России упал с начала 1998 года на 41%, акции «Вымпелкома», представленные в АДР, выросли на 43%.



Многие российские компании осуществили программы размещения АДР, используя их как реальную возможность выхода на международный фондовый рынок и привлечения иностранных инвестиций. Среди них присутствуют российские эмитенты, которые помимо участия в программах размещения АДР, принимают участие в проектах, отдельные условия которых аналогичны условиям программ размещения АДР. Примером таких программ является выпуск *российских депозитарных трастовых сертификатов*, который осуществляет Bank of Bermuda на акции ряда российских эмитентов («Черногорнефть», «Дальневосточное морское пароходство», «Иркутскэнерго», НК «ЛУКОЙЛ», «Мосэнерго», МКФ «Красный Октябрь», «Ростелеком»). Банк учредил трастовый пул, состоящий из акций этих эмитентов, и через своего агента ING Bank размещает среди иностранных инвесторов сертификаты, свидетельствующие о определенных долях в трастовом пуле. Каждый сертификат представляет определенное количество акций любого из этих эмитентов по выбору инвестора. Bank of Bermuda приобретает российские акции в пул у российского резидента ING Eurasia. Сертификаты имеют установленный срок погашения, который заключается в том, что владельцы сертификатов получают соответствующее сертификату количество акций определенного эмитента со всеми причитающимися за

этот срок доходами по акциям. До срока погашения держатель сертификата имеет право обменять его на акции. Как видно из вышесказанного, данная схема сочетает в себе черты программы размещения АДР с трастовым соглашением.

До середины 1998 года рынок АДР на акции российских компаний развивался достаточно быстрыми темпами. После финансового кризиса в августе рынок АДР российских компаний продемонстрировал возможность поддержания ликвидности, и российские компании, оценив преимущества этого финансового инструмента, приступили к подготовке новых программ.

В перспективе, по всей вероятности, общее количество российских компаний, принимающих участие в программах АДР, увеличится. В настоящее время наблюдаются тенденции роста интереса к программам АДР второго и третьего уровней. Успешная реализация этих программ будет способствовать включению в процесс выпуска АДР все большего количества российских компаний. Ввиду популярности у российских эмитентов программ АДР первого уровня и программ, выпущенных по Правилу 144А, количество этих программ увеличится, однако темпы их прироста будут постепенно замедляться, так как на данный момент большинство крупных компаний либо уже осуществили такие программы АДР, либо заявили о подготовке к выпуску АДР.

2.2.2. Биржевой рынок американских депозитарных расписок

Одна из наиболее важных проблем, стоящих перед потенциальным эмитентом АДР, заключается в определении того, на какой бирже получить котировку. Получение котировки на признанной фондовой бирже важно отчасти потому, что многие институциональные инвесторы согласно действующим нормативам SEC вынуждены ограничивать свои инвестиции в некотируемые ценные бумаги. Для того, чтобы выбрать биржу, наиболее соответствующую потребностям эмитента, необходимо тщательно проанализировать наиболее важные факторы, такие, как: ликвидность АДР, популярность, затраты на получение котировки и минимальные требования к размеру капитала. Доступные варианты котировок зависят от предполагаемого типа программы

выпуска АДР. Получение котировки на одной из трех крупнейших национальных бирж США – NYSE, AMEX или в NASDAQ, возможно только для АДР второго и третьего уровней.

На настоящий момент АДР трех российских компаний: «Вымпелком» (АДР третьего уровня), «Татнефть» (АДР третьего уровня) и «Ростелеком» (АДР второго уровня) – прошли листинг и активно обращаются на NYSE.

NYSE является крупнейшей фондовой биржей в мире, представляющей 3 025 компаний с рыночной капитализацией около 16 трлн. долл. На конец 1999 года на NYSE обращалось 280,9 млрд. акций стоимостью 12,3 трлн. долл. По данным на июль 1999 года, 382 иностранные компании имели листинг на этой фондовой бирже – за пять лет количество иностранных компаний, прошедших листинг, увеличилось более чем в три раза.²⁶ На NYSE в отличие от бирж европейских стран нет так называемых ценных бумаг «второго» или «третьего» списка. Существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на NYSE. При этом требования листинга на NYSE самые жесткие по сравнению с остальными биржами США и всего мира. Иностранные компании, стремящиеся получить котировки на NYSE, могут выбирать между «альтернативными стандартами котировки», разработанными специально для компаний, расположенных за пределами США, и «оригинальными» или «альтернативными оригинальными» стандартами, применимыми к американским компаниям.

Наибольший интерес у иностранных инвесторов вызывают АДР, выпущенные компаниями «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть». Объемы торговли АДР этих российских компаний превышают объемы торговли выпущенными ими акциями на фондовом рынке России.

«Вымпелком» – одна из крупнейших российских сотовых компаний, выпустивших программы АДР третьего уровня в ноябре 1996 года. Благодаря выпуску АДР рыночная капитализация за последний год увеличилась более чем в три раза и превысила 1 млрд. долл.

²⁶ <http://www.nyse.com/listed/listedr/html>

Акции «Вымпелкома» 11 февраля 1997 года прошли листинг и были включены в котировальный лист РТС первого уровня. Вследствие низкой торговой активности (объем торговли составил 5 902 189 долл., объем торгов - количество акций составил 122 686, число сделок – 32) 13 октября 1997 года были переведены в котировальный лист РТС второго уровня. С этого периода не было заключено ни одной сделки с акциями этой компании, и 9 февраля 1998 акции «Вымпелкома» исключены из списка торгуемых ценных бумаг РТС.²⁷

В настоящее время АДР «Вымпелкома» можно приобрести на NYSE, Бостонской, Филадельфийской и Чикагской биржах, на некоторых фондовых немецких биржах. Наиболее активная торговля ведется на NYSE. Объемы торговли на других биржах незначительны и не представляют интереса для анализа.

Анализ фондовых показателей «Вымпелкома» на NYSE

рыночная капитализация АДР на 19.04.00	1,10 млрд.долл.	Рыночная капитализация АДР на 19.04.99	0,55 млрд.долл
Цена закрытия на 19.04.00	32 1/2	Цена закрытия на 19.04.99	16 1/8
максимальная цена за последние 52 недели	53 3/16	максимальная цена за период с 04.98 - 04.99	55 7/16
минимальная цена за последние 52 недели	12 3/16	минимальная цена за период с 04.98 - 04.99	4 3/8
средний объем сделки за последние 52 недели, шт. АДР	173 140	средний объем сделки за период с 04.98 - 04.99 шт. АДР	181 420
средняя цена закрытия за последние 52 недели	23 5/8	средняя цена закрытия за период с 04.98 - 04.99	25 13/16



²⁷ Официальный сайт НП «Фондовая биржа РТС», <http://www.rtsnet.ru>

Анализ поведения АДР на торговой площадке NYSE показывает, что акции компании абсолютно ликвидны, сделки осуществляются ежедневно в режиме реального времени. Если посмотреть на график котировок АДР «Вымпелкома», то можно заметить, что такие производные ценные бумаги представляют интерес как для «быков», играющих на повышение, так и для «медведей», играющих на понижение. Значительное увеличение рыночной капитализации компании свидетельствует о высокой ее ликвидности.

Целенаправленный поиск иностранных инвесторов - очень важный шаг для эффективного осуществления программы АДР. В противном случае, велика возможность, что не произойдет ни одной сделки с АДР. Компания «Вымпелком» провела должную и тщательную работу по поиску иностранных инвесторов, чему является подтверждением популярности АДР компании на западном фондовом рынке.

Важнейшим инструментом в целевом поиске является *отчет по форме 13-Ф*, который держатели ценных бумаг, прошедших листинг в США, с объемом более 100 млн.долл. должны ежеквартально направлять в SEC, раскрывая наименования и объемы позиций в своих портфелях. Профессиональные консультанты по связям с инвесторами используют отчеты по форме 13-Ф для поиска держателей ценных бумаг, сопоставимых с компанией-эмитентом.²⁸

Крупные институциональные инвесторы, имеющие в своих портфелях АДР «Вымпелкома», будут приведены в следующей таблице.

Институциональный инвестор	количество АДР в портфеле	изменение по сравнению с сент. 1999 года, АДР	доля АДР от объема портфеля, %	рыночная кап-ция АДР, входящих в портфель, на 27.12.99 (млн.долл.)
Soros Fund Management, L.L.C.	1 068 600	- 409 500	0,56	47,686
Fidelity International LTD (Bermuda)	999 340	118 500	0,37	44,596
Templeton Investment Counsel, Inc.	789 489	- 43 875	0,14	35,252
Fleming Asset Management	504 687	135 100	0,24	22,522

²⁸ Федюк И. Американские депозитарные расписки – как найти инвестора. // Рынок ценных бумаг. -2000.- №6. -С.94.

Essex Investment Management Company, L.L.C.	364 000	364 000	0,13	16,244
Nicholas-Applegate Capital Management	281 100	281 100	0,03	12,544
Kinetics Asset Management, Inc.	273 000	231 000	1,16	12,183
Putnam Investment Management, Inc.	201 599	23 799	0,00	8,996
Fidelity Management & Research	173 000	170 000	0,00	7,720
Morgan Stanley Dean Witter Inv. Mgmt.	88 979	0	0,01	3,971

Ист.: J.P. Morgan. Данные предоставлены по состоянию на конец декабря 1999 года

Информация по составу портфелей институциональных инвесторов приводится по состоянию на конец декабря, потому что более свежая информация будет предоставлена для публичного пользования только 16 мая. Это связано с тем, что институциональные инвесторы предоставляют отчет по форме 13-Ф в течение 45 дней после окончания текущего квартала.

В настоящее время «Ростелеком» является крупнейшей телекоммуникационной компанией России. В 1997 году подготовлен и представлен в SEC пакет документации, необходимый для регистрации программы АДР второго уровня. 17 февраля 1998 года в торговом зале NYSE прошли первые торги АДР «Ростелекома». Всего было продано 805 тыс. АДР на общую сумму 16,7 млн.долл. В России объем торгов в этот день составил всего 7,5 млн.долл. Таким образом, акции уже второго российского эмитента получили наивысшее признание на западном фондовом рынке.²⁹

Акции «Ростелекома» в России включены в котировальный лист РТС и ММВБ первого уровня. Сделки с ними заключаются регулярно, объемы торговли достаточно большие.

Капитализация компании «Ростелеком» в РТС и на NYSE:

	31.12.99	31.01.00	29.02.00	31.03.00
РТС	1,503 млрд.долл.	1,781 млрд.долл.	2,137 млрд.долл.	3,045 млрд.долл.
NYSE	1,867 млрд.долл.	2,250 млрд.долл.	2,071 млрд.долл.	2,772 млрд.долл.

²⁹ Пресс-релиз компании ОАО «Ростелеком». // -декабрь. -1999.

АДР на акции компании «Ростелеком» торгуются на NYSE, на Чикагской и Тихоокеанской биржах, некоторых биржах Германии. Наибольшие объемы торговли приходятся на NYSE.

Интересным будет сравнить объемы торгов АДР на NYSE с объемами торгов акциями «Ростелекома» в РТС. Для примера возьмем несколько промежуточных дат за апрель-март 2000 года, а также общим итогом приведем размер объемов торговли за период с 17.02.98 (первые торги АДР «Ростелекома» на NYSE) по 20.04.00.

	NYSE		РТС		Отношение объема торгов на NYSE (долл.) к объему торгов в РТС (долл.)
	Объем торгов, долл.	Объем торгов, количество АДР, шт.	Объем торгов, долл.	Объем торгов, количество акций, шт.	
17/04/00	3 164 400	175 800	2 597 040	971 000	1,21
10/04/00	5 486 250	330 000	4 439 835	1 287 000	1,23
03/04/00	3 166 000	158 300	1 360 877	351 900	2,33
27/03/00	9 181 750	386 600	4 311 178	915 200	2,13
20/03/00	11 091 600	410 800	206 280	57 400	53,77
17/02/98-20/04/00	1 160 409 032	108 045 300	581 667 569	249 031 741	1,99

Результаты расчетов доказывают, что объемы торговли АДР на акции «Ростелекома» за период с 17.02.98 по 20.04.00 почти в два раза превышают объемы торговли акциями этой компании в РТС. Если рассматривать объемы торговли РТС и ММВБ вместе по акциям «Ростелекома», то рынок АДР все равно не уступает российскому рынку этих акций. В настоящее время поведение инвесторов по отношению к АДР «Ростелекома» оказывает прямое влияние на российских инвесторов.

Анализ фондовых показателей «Ростелекома» на NYSE

рыночная капитализация АДР на 19.04.00	2,10 млрд.долл.	Рыночная капитализация АДР на 19.04.99	0,50 млрд.долл
Цена закрытия на 19.04.00	18	Цена закрытия на 19.04.99	4 5/16
максимальная цена за последние 52 недели	27 7/16	максимальная цена за период с 04.98 - 04.99	22 5/8
минимальная цена за последние 52 недели	3 7/8	минимальная цена за период с 04.98 - 04.99	4

средний объем сделки за последние 52 недели, шт. АДР	265 542	средний объем сделки за период с 04.98 - 04.99 шт. АДР	145 861
средняя цена закрытия за последние 52 недели	10 9/16	средняя цена закрытия за период с 04.98 - 04.99	7 5/8

По приведенным данным видно, что капитализация АДР на акции «Ростелекома» на NYSE за последние 4 месяца практически равна капитализации акций этой компании в



РТС. Те отклонения, которые присутствуют при сравнении капитализации на двух фондовых площадках для такой крупной компании не значительны. Огорчает тот факт, что торговая

активность больше проявляется на западном фондовом рынке. Сделки по АДР на NYSE носят регулярный характер, курсовая стоимость АДР, резко упавшая в ответ на финансовый кризис в России 17 августа 1998 года, растет, достигнув уже своего первоначального значения, отмеченного при первом размещении АДР на этой бирже.

Далее приводится таблица, в которой отражены крупные институциональные инвесторы, которые вложили денежные средства в АДР «Ростелекома».

Институциональный инвестор	количество АДР в портфеле	изменение по сравнению с августом 1999 года, АДР	доля АДР от объема портфеля, %	рыночная кап-ция АДР, входящих в портфель, на 27.12.99 (млн.долл.)
Templeton Investment Counsel, Inc.	5 176 130	1 735 580	0,34	87,994
Hansberger Global Investors, Inc.	1 657 199	- 191 200	6,51	28,172
Smith Barney Asset Management	1 036 853	35 850	0,01	17,627
Kinetics Asset Management, Inc.	340 000	80 000	0,55	5,785
Morgan Stanley Dean Witter Invst. Mgmt.	289 070	4 650	0,01	4,914

Barclays Global Investors Ltd.	121 420	- 24 650	0,01	2,064
New York State Common Retirement System	120 760	90 100	0,00	2,053
American Century Investment Mgmt.	90 000	90 000	0,00	1,530
Deutsche Asset Management Americas	80 900	8 300	0,00	1,375
World Asset Management	69 600	- 9 700	0,01	1,183
<i>Ист.: J.P. Morgan. Данные предоставлены по состоянию на конец декабря 1999 года</i>				

Завершая рассмотрение рынка АДР компании «Ростелеком», еще раз отметим интерес иностранных инвесторов к ценным бумагам компании. Дополнительно к рассмотренному выше материалу подтверждением к сказанному может служить такой факт: с конца августа Чикагская биржа опционов (The Chicago Board of Options Exchange), крупнейшая мировая площадка по торговле опционами, включила в свой листинг опцион на АДР российской телекоммуникационной компании «Ростелеком». Опционы имеют базовый срок исполнения в январе с промежуточными сроками в сентябре, октябре, январе и апреле.

АО «Татнефть» – основное нефтедобывающее предприятие Татарстана. Объединение «Татнефть» создано в 1950 году. В начале 1994 года производственное объединение «Татнефть» было преобразовано в акционерное общество. «Татнефть» является одной из крупнейших российских нефтяных компаний и занимает 4-е место в России по объему добычи нефти³⁰. Впервые акции «Татнефти» появились на внебиржевом рынке в октябре 1994 года. В течение 1995 года котировки акций оставались стабильными. Лишь во втором квартале 1996 года начался их ускоряющийся рост. Это было связано с подготовкой к размещению АДР и с завершением геологического и финансового аудита. АДР второго уровня предшествовали АДР первого уровня, которые и были конвертированы в АДР третьего уровня и допущены к торговле на NYSE в марте 1998 года.

В настоящее время АДР «Татнефти» прошли листинг и котируются, помимо NYSE, на Чикагской фондовой бирже, на Лондонской фондовой бирже, на Берлинской и

³⁰ <http://www.invent.ru/analiz/rus/shares/TATN>

Франкфуртской фондовых биржах. Наиболее активная торговля АДР компании проходит на NYSE и на немецких биржах.

«Татнефть» наравне с «Ростелекомом» входит в котировальный лист РТС первого уровня. Также находится в листинге акций первого уровня на ММВБ. Основной площадкой для акций «Татнефти», исходя из количества заключаемых сделок и объемов торговли, является РТС.

	NYSE		РТС		Отношение объема торгов на NYSE (долл.) к объему торгов в РТС (долл.)
	Объем торгов, долл.	Объем торгов, количество АДР, шт.	Объем торгов, долл.	Объем торгов, количество акций, шт.	
20/03/98 - 20/04/00	408 462 238	73 846 100	334 181 466	814 499 975	1,22

Приведенные данные свидетельствуют, что средне взвешенная рыночная цена акции в РТС составляет за отчетный период 0,41 долл., а с учетом того, что одна АДР состоит из двадцати акций «Татнефти», получается, что на NYSE – 0,27 долл.

Анализ фондовых показателей «Татнефти» на NYSE

рыночная капитализация АДР на 19.04.00	1,13 млрд.долл.	Рыночная капитализация АДР на 19.04.99	0,27 млрд.долл.
Цена закрытия на 19.04.00	10 1/2	Цена закрытия на 19.04.99	2 9/16
максимальная цена за последние 52 недели	14 9/16	максимальная цена за период с 04.98 - 04.99	21 1/8
минимальная цена за последние 52 недели	2 1/4	минимальная цена за период с 04.98 - 04.99	1 1/4
средний объем сделки за последние 52 недели шт. АДР	150 147	средний объем сделки за период с 04.98 - 04.99 шт. АДР	140 832
средняя цена закрытия за последние 52 недели	6 5/16	средняя цена закрытия за период с 04.98 - 04.99	23 3/8

Анализируя график цен на АДР за период с 20.03.98 по 20.04.00 видно явно выраженное падение курсовой стоимости АДР «Татнефти» после финансового кризиса



17 августа 1998 года.

Присутствует прямая корреляция цен АДР на NYSE и цен на акции в РТС в период с июля 1998 года по январь 1999 года. Однако в очередной раз пример с АДР

российской компании доказывает, что АДР сохраняют ликвидность на западном фондовом рынке, когда на российском - она резко падает. В течение конца августа 1998 года – середины января 1999 года по акциям «Татнефти» в РТС сделки практически не заключались. В противовес этому, на NYSE объемы торговли в штуках АДР сохранялись достаточно на высоком уровне. К настоящему времени курс АДР «Татнефти» после резкого падения и последующего плавного подъема, который продолжается до сих пор, не достиг еще цены, по которой совершались сделки в течение первого месяца торгов на NYSE после размещения.

Институциональный инвестор	количество АДР в портфеле	изменение по сравнению с августом 1999 года, АДР	доля АДР от объема портфеля, %	рыночная кап-ция АДР, входящих в портфель, на 27.12.99 (млн.долл.)
Fleming Asset Management	2 206 000	501 000	0,22	15,890
Schrider Invt. Management N.A. Inc.	212 890	0	0,04	1,533
Smith Barney Asset Management	80 500	80 500	0,00	0,579
Gartmore Investment Management	77 600	60 000	0,00	0,559
Barclays Global Investors Ltd.	73 560	- 16 030	0,00	0,530
Deutsche Asset Management Americas	73 400	- 310 200	0,00	0,529
Soros Fund Management, L.L.C.	71 430	71 430	0,01	0,515
Bear Stearns Asset Management	65 000	0	0,00	0,469

World Asset Management	61 800	- 8 600	0,00	0,445
Merrill Lynch Mercury Asset Mgt. U.K. Ltd.	53 000	- 452 000	0,00	0,381
<i>Ист.: J.P. Morgan. Данные предоставлены по состоянию на конец декабря 1999 года</i>				

С начала 1999 года до настоящего времени активно обсуждается в мировых финансовых кругах вопрос, касающийся политики NYSE, направленной на привлечение к торговле на бирже АДР «второго эшелона». Данной проблемой озабочено руководство Лондонской фондовой биржи, поскольку до последнего времени именно она считалась общепризнанным лидером в этом секторе фондового рынка. В листинг Лондонской фондовой биржи входит около 35% всех выпущенных АДР. Понятно, что Лондонская фондовая биржа не желает уступать место NYSE, и это прекрасно понимают и в Нью – Йорке. Руководство NYSE в ответ на реакцию со стороны Лондонской фондовой биржи заявило, что биржа «не ставила и не ставит перед собой задачу опередить Лондонскую фондовую биржу, отняв у нее лидерство в торговле АДР «первого эшелона». Исходя из вышесказанного можно сделать вывод, что NYSE на сегодняшний день интересуют не АДР на акции из развитых стран, а АДР на недооцененные на родине ценные бумаги, в частности АДР на акции российских телекоммуникационных и энергетических компаний. Это означает, что список АДР на акции российских компаний, торги которыми ведутся на NYSE – «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть» – в ближайшее время может пополниться.

На американском фондовом рынке АДР российских эмитентов торгуются также помимо NYSE на других биржах. АДР российских компаний можно увидеть в котировальных листах *Бостонской фондовой биржи* («Вымпелком»), *Чикагской фондовой биржи* («Вымпелком», «Ростелеком», «Татнефть»), *Филадельфийской* («Вымпелком») и *Тихоокеанской фондовых бирж* («Ростелеком»). Следует ещё раз отметить, что перечисленные эмитенты выпустили АДР второго и третьего уровня, потому что только на таких условиях SEC разрешает компаниям выходить со своими АДР на биржевой рынок США. Объемы сделок на этих биржах незначительные, хотя сделки заключаются регулярно. Например, на Чикагской фондовой бирже объем

торговли АДР трех российских компаний в среднем составляет 10-20 % от объема торговли этими же АДР на NYSE.

Требования SEC, касающиеся доступа к листингу, не распространяются на европейские биржи, поэтому список котируемых на них АДР на акции российских эмитентов гораздо шире - в него входят практически все выпущенные российские АДР. Причем это могут быть как АДР от первого до третьего уровней, так и ограниченные АДР (но только выпущенные в соответствии с Правилом "S").

Второй по значению после NYSE фондовой биржей для российских эмитентов АДР является *Берлинская фондовая биржа*. На ней прошли листинг АДР около 40 российских компаний. Однако реально торги проходят только по АДР 28-30 компаний. Например, на 26.04.00 объем сделок со всеми российскими АДР в евро составил 3 463 617, а количество АДР, участвующих в сделках, - 443 018 АДР.

Наиболее популярные на Берлинской фондовой бирже АДР таких компаний, как: «Мосэнерго», «Роснефтегазстрой», «Газпром», «ГУМ», «Иркутскэнерго», «ЛУКОЙЛ». Их суммарный объем на рассматриваемую дату составил 64 % от всего объема совершенных с АДР на акции российских эмитентов сделок на бирже. Объем торговли по АДР таких эмитентов, как «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть» составил 616 772 евро, что составляет 18 % от всего объема сделок с АДР за день. Однако в РТС в тот же день объем сделок с акциями «Татнефти» и «Ростелекома» был в три раза больше, чем на Берлинской фондовой бирже. Объем сделок с этими акциями на ММВБ в четыре раза уступал объему торговли на Берлинской фондовой бирже.

Следующая по значению фондовая площадка Германии – *Франкфуртская фондовая биржа*. На ней имеют листинг 26 российских эмитентов, активная торговля приходится на 18 российских компаний. Объем совершаемых сделок в евро немногим выше объема сделок на Берлинской фондовой бирже. Однако доля АДР российских компаний, имеющих листинг на NYSE, в общем объеме заключенных сделок почти в два раза меньше того же показателя Берлинской биржи.

На немецком фондовом рынке присутствуют также следующие фондовые площадки: *Штутгартская фондовая биржа, Мюнхенская, Дюссельдорфская и Гамбургская фондовые биржи*. На последней из перечисленных в торгах участвуют

только АДР «Газпрома», торговля которых носит редкий характер. Дюссельдорфская фондовая биржа допустила к листингу 3 крупные российские компании: «Вымпелком», «Газпром» и «Ростелеком». Объемы торговли на этой бирже АДР перечисленных компаний сопоставимы с объемами торговли на Мюнхенской фондовой бирже, на которой торгуются АДР «ЛУКОЙла» и «Ростелекома». Ежедневный объем торгов, как правило, не превышает 70 – 85 тыс.евро. Штутгартская фондовая биржа достаточно привлекательна для российских компаний. АДР 13 российских эмитентов обращаются на этой бирже. Торги проводятся регулярно и в среднем за последние несколько месяцев их объем составляет 300 – 370 тыс.евро, примерно 8-9 % от объема торговли АДР на акции российских компаний на Франкфуртской фондовой бирже.

Анализируя немецкий рынок АДР на акции российских эмитентов, невольно замечаешь, что активность на той или иной немецкой бирже зависит от выставляемых котировок, то есть четко прослеживается зависимость: объемы заключаемых сделок резко снижаются по мере пусть даже незначительного изменения выставленной котировки. Складывается такое впечатление, как будто для фондового рынка этой страны выделили определенное количество АДР, которые ежедневно с помощью брокеров-дилеров перемещаются с биржи на биржу в зависимости от выставляемой котировки. Отсутствует явная концентрация АДР на какой-либо одной бирже. При изучении немецкого рынка АДР можно было заметить, что АДР одной российской компании, как правило, торгуются на нескольких фондовых биржах страны.

Объемы торговли на всех рассмотренных фондовых площадках Германии составляют порядка 24 - 28 % от общего объема торговли в РТС, то есть в среднем около 7 - 10 млн.долл. в день. В 1997 - 1998 г.г. объемы торговли АДР составляли порядка 15 % от объема торговли в РТС, то есть 10 - 15 млн.долл.

Сводная страница котировок АДР на акции российских эмитентов в Германии.

Hit 99<GO> to refresh news alerts. DL16 Equity LJ

14:19 ADR GR Page 1 / 2

Edits: 91<GO> Securities, 92<GO> Columns, 93<GO> Full edit: 94<GO> View News.

SECURITY	LAST	CHANGE	BID	ASK	Volume	Size of	RSI 3 Da	RSI 9 D
1 LUK GR	85.8	-1.2	85	86	164046	100	.924	11.046
2 MRD GR	16.5	-1.33	15	18	2280		N.A.	N.A.
3 TRK GR	14.2	-.6			2100		41.549	38.907
4 SGUZ G	10.15	-.35			46470	500	44.866	33.489
5 CHRA G	9.3	--	8.6	9.5	4118		24.782	21.747
6 RTL GR	33.5	-.5			8630		42.168	99.481
7 KOW GR	5.45	-.05			9100	500	20.572	31.077
8 JSC GR	11.2	+.7			800	300	37.682	99.776
9 TYU GR	6.2	-.1			4600	1500	50.903	41.105
10 GUMRY	7.1	-.5	7.1	7.5	9900		16.630	25.433
11 URL GR	15.5	-.6			920		27.669	22.975
12 GZPM G	27.3	+1.3	27	27.5	124327	100	21.180	21.589
13 OES GR	44.5	+.5			2260		33.334	27.094
14 NZH GR	10	--					14.231	28.352
15 SUG GR	29.5	-.5	29	30	7600	1000	24.063	41.036
16 WZY GR	15	-.5			850		73.452	47.851
17 TFA G	26	--	25	28	2650		12.967	12.244
18 VIP GR	91.5	-.5			1741		40.666	45.241
19 TKO GR	10.2	-.3			600		58.399	39.775
20 DEM	1.7774	-.0056	1.7773	1.7776			28.491	40.803

Singapore: 651-3333-3333, Frankfurt: 69-200410, Hong Kong: 2-2522-6000, London: 1-230-7500, New York: 212-318-3000
 Princeton: 609-279-3000, Singapore: 226-3000, Sydney: 2-9777-8888, Tokyo: 2-2201-6900, Sao Paulo: 11-2048-4500
 1992-04-1 20-May-98 11:19:14

Самые большие объемы торговли АДР проходят все-таки через внебиржевой рынок.

2.2.3. Внебиржевой рынок американских депозитарных расписок

Внебиржевой рынок АДР можно разделить на три типа: неорганизованный рынок, организованный рынок и брокерский рынок. Рассмотрим каждый тип внебиржевого рынка подробно.

Неорганизованный рынок – это такой тип рынка, на котором дилерские компании непосредственно связываются друг с другом с целью заключить сделку. Этот рынок создавался стихийно в самом начале торговли АДР на акции российских эмитентов и отличается полной «непрозрачностью», так как проследить объемы и движение цен можно только банку-депозитарию, который осуществляет перерегистрацию собственников АДР.

Данные по котировкам АДР на внебиржевом рынке публикуются в «Розовых страницах» – ежедневном издании Национального бюро котировок. «Розовые страницы»

содержат котировки маркет-мэйкеров, информацию о том, как можно связаться с тем или иным маркет-мэйкером.

Брокер-дилер, чтобы разместить свои котировки, должен предоставить в Национальное бюро котировок форму 211, к которой должна прилагаться последняя финансовая отчетность компании и другая необходимая информация. Котировка в «Розовых страницах» может быть получена для спонсируемых программ размещения АДР первого уровня и неспонсируемых программ размещения АДР. В связи с популярностью у российских компаний программ выпуска АДР первого уровня, то котировки АДР 25-30 российских эмитентов можно увидеть в «Розовых страницах».

Начиная с лета 1999 года в глобальной сети Интернет можно получить доступ к электронным «Розовым страницам». Для пользования электронными «Розовыми страницами» необходимо внести абонентскую плату, которая составляет 149,95 долл. за месяц пользования. Для абонентов в режиме реального времени предоставляются котировки маркет-мэйкеров, контактная информация. Однако информацию о совершенных сделках, цене и объемах, получить из «Розовых страниц» не представляется возможным.

Создана специальная компания AutEx BlockDATA, в которую дилеры могут сообщать объемы своей торговли АДР. Затем полученная информация обрабатывается и выпускаются специальные отчеты и обзоры рынка АДР. Однако из-за того, что раскрытие такой информации дилерской компанией не является обязательным, не всегда обзоры оказываются репрезентативными, но тем не менее общее представление о рынке АДР можно составить.

С октября 1997 года финансово - информационное агентство BlockDATA предоставляет новый вид услуг - доступ к информации в реальном режиме времени. BlockDATA предоставляет информацию, получаемую от 300 ведущих дилерских компаний. Далее происходит ранжирование компаний по критериям, например, по объему торгов за месяц, за год по той или иной ценной бумаге, производным инструментам.

Следующий тип внебиржевого рынка АДР - *организованный рынок*. Подобная площадка для АДР на акции российских эмитентов пока только одна - это

Автоматизированная система котировки фондовой биржи (Stock Exchange Automated Quotation International (далее – SEAQI) в Великобритании. Она создана по подобию американской системы NASDAQ (по образу и подобию которой, в свою очередь, создавалась Российская торговая система). SEAQI отражает котировки акций и АДР иностранных эмитентов, входящих в Официальный лист Лондонской фондовой биржи. Ознакомившись с котировками АДР, абонент системы может совершить сделку, связавшись по телефону или иным способом с маркет – мэйкером, предлагающим наилучшие условия. Сходство с биржевой формой организации в том, что все котировки в этой системе «твердые», то есть обязательные к исполнению. Отличие от биржи здесь в том, что:

- сделки осуществляются не автоматически, а по телефону;
- компании - дилеры видят котировки друг друга;
- расчеты осуществляются не через расчетную палату данной системы, а непосредственно между участниками торговли, как и в случае заключения сделки на неорганизованном рынке.

В настоящее время в SEAQI торгуются только две АДР на акции российских эмитентов - это РАО «Газпром» и АО «Гатнефть».³¹ В течение последних 5 - 6 месяцев сделки с АДР этих эмитентов не заключались.

Брокерский рынок - наиболее развитый рынок АДР в настоящее время. Это такой тип внебиржевого рынка ценных бумаг, когда специальные брокерские компании сводят между собой дилерские компании. С помощью различных технических средств брокерские компании предоставляют своим клиентам-дилерам программное обеспечение и экраны, на которых последние ставят свои котировки, а также видят котировки других дилерских компаний. На рисунке (см. следующую страницу) приведен пример экрана брокерской компании Gooch Financial Instruments.

Например, под тиккером LUK мы видим котировки АДР компании ЛУКойла. Рынок в данный момент: котировка на покупку - 67.125 долл., котировка на продажу - 67.75 долл. Торговый лот составляет 5,000 АДР. Последняя сделка совершена по цене

³¹ <http://www.moneyworld.co.uk>

67.5 долл. за одну АДР.

GFIX16				DG54 a Equity GFIX			
<PAGE> FOR MORE							
SYM	BID / OFFER	SIZE	SIZE LAST	SYM	BID / OFFER	SIZE	SIZE LAST
-----RUSSIAN BLUE CHIPS-----				-----HUNGARY-----			
GAZPM	19.00 / 19.50	100X100		BORS	.	.	X
IRKUT	8.25 / 8.50	200X50		DEMAZ	19.25 / 19.50	50X50	
LUK	67.125 / 67.75	50X50	67.50	GDEON	.	.	X
LUK P	18.375 / 19.00	100X100		MOL	.	.	X
MSNRG	35.375 / 36.25	100X100		MATAV	.	.	X
POSTL	19.125 / 19.375	100X100		ZALK	.	.	X
SURGT	7.125 / 7.375	200X350		-----POLAND-----			
TATN	21.50 / 22.00	135X100		BHAND	.	.	X
UES	30.50 / 30.875	100X200	30.75	EXBUD	.	.	X
-----2ND-TIER-STOCKS-----				KRDY	.	.	X
CHRND	6.00 / 7.00	100X100		PRKOM	.	.	X
GUM	5.25 / 6.00	100X100		SOFTB	.	.	X
KUBAN	15.75 / 16.75	100X100		-----SOUTHERN EUROPE & MIDDLE EAST-----			
KUZBK	3.60 / 4.30	100X100		ABC	.	.	X
NIZN	6.00 / 6.75	150X100		CIB	.	.	X
SAMRG	6.30 / 7.10	100X100		OTE	.	.	X
SUNBR	16.00 / 17.25	100X50		-----CZECH-REP-----			
URAL	10.00 / 11.25	100X250		KOMBK	.	.	X
URALM	7.50 / 9.00	50X100		-----SWAPS-----			
VIMPL	43.50 / 44.25	100X100		GZPRM	.	.	X
-----CROATIA-----				KOMBK	.	.	X

Bloomberg - all rights reserved. Frankfurt: 69-920410 Hong Kong: 2-2977-8000 London: 171-330-7500 New York: 212-318-2000
 Princeton: 609-279-3000 Singapore: 226-3000 Sydney: 2-9777-8666 Tokyo: 3-3201-8900 Sao Paulo: 11-3048-4500
 1496-358-1 09-Apr-98 8:37:13

Брокерский рынок по степени развития находится между организованным и биржевым рынками. От организованного рынка основное положительное отличие заключается в том, на экране видно только непосредственно котировки, а не компании, которые их поставили. В случае заключения сделки договор составляется с брокерской компанией, а не с тем, кто непосредственно будет отвечать за поставленную котировку. Этим ограничивается манипулирование рынком.

Отличие от биржи заключается в том, что выставление котировки осуществляется не с торгового терминала, а непосредственно путем звонка в брокерскую компанию. Еще одно отличие в том, что на бирже однажды поставленная котировка может перестать действовать в одном из двух случаев: либо она снимается, либо другой участник рынка заключает сделку по этой котировальной цене. В то же время в брокерской компании котировка прекращает действие еще и в случае, если кто-либо другой выставит лучшую котировку, то есть на экране есть только две котировки

по АДР - лучшая на покупку и лучшая на продажу (так называемая *stucking system*, когда несколько котировок располагается в порядке возрастания, отсутствует).

Через брокерский рынок проходит около 50 % всего объема торговли АДР на акции российских эмитентов, который, в свою очередь, составляет более 100 % объема торговли в Российской торговой системе, то есть в среднем порядка 40-50 млн.долл. в день.

В настоящее время на рынке оперируют несколько брокерских площадок. Наиболее известные - Gooch Financial Instruments, Liberty, Instinet, London Tradition, Tullett and Tokyo и Pribon. Причем Gooch Financial Instruments является безусловным лидером в области автоматизированной системы торговли - через эту брокерскую площадку проходит около 80 % объема торговли всего брокерского рынка.

2.2.4. Арбитражные операции с американскими депозитарными расписками

Большое распространение на рынке АДР получили арбитражные операции, то есть игра на разнице в ценах АДР и акций, лежащих в их основе. Возможность для арбитража возникает из того факта, что рынок АДР в США и Европе и рынок акций в России - это два совершенно различных сегмента фондового рынка, в то время как активы, лежащие в основе этих финансовых инструментов, одни и те же. Дело в том, что на рынке АДР оперируют в основном компании и инвесторы, которые не имеют доступа к рынку акций, и наоборот, на рынке акций основную долю составляют местные операторы. В основном из-за этого фактора и возникает возможность для арбитража.

В начале развития рынка АДР, когда внутренний и внешний фондовые рынки практически не были связаны, арбитражные маржи достигали огромных величин - 3-4% (что очень много для арбитража), и брокеров мало волновали стоимость самой операции и возникающие в связи с ее проведением издержки. Они просто покупали АДР, конвертировали их в обыкновенные акции и продавали их на местном рынке по более высокой цене, или наоборот, в зависимости от ситуации на фондовом рынке.

В настоящее время мировой рынок ценных бумаг более развитый и ликвидный, скажем, чем несколько лет назад. В течение этого периода времени

появилось достаточно много компаний, имеющих доступ как на местный, так и на международный рынки, разница в ценах на АДР и местные акции очень незначительна, и возможностей для проведения арбитражных операций становится все меньше.

Особенное внимание при совершении арбитражных операций уделяется стоимости конвертации. Она для всех АДР на российские акции одинакова и составляет 5 центов за одну расписку. К этому нужно добавить 1 цент за АДР, который платится брокеру, и не всегда цена за АДР будет очень привлекательна.³²

Для примера возьмем АДР на акции РАО «ЕЭС России». Допустим, на местном рынке стоит котировка на покупку акций по 0.199 доллара США. На брокере стоит котировка на продажу АДР по 19.85 доллара (что при соотношении 100 акций к одной АДР составляет 0.1985 доллара за акцию). Казалось бы, надо купить АДР и продать акции. Прибыль бы составила $0.199 - 0.1985 = 0.0005$ доллара за одну акцию, или 500 долларов при операции со стандартным блоком в 1 миллион акций. Но если к цене АДР прибавить стоимость конвертации и оплату брокерских услуг, то цена составит уже 19.91 доллара за одну АДР, или 0.1991 за акцию, то есть такая операция принесет убыль в 100 долларов. Более того, если к этому прибавить стоимость перерегистрации акций на счет покупателя, а также другие издержки, то убыток составит уже значительно большую сумму.

Для более удобного наблюдения за возможностями для арбитража используются различные автоматизированные средства. Например, одним из них является специальная таблица, созданная в среде Excel. Образец таблицы приведен ниже. При заполнении таблицы используется числовой формат данных (либо единый формат для всех ячеек, которые будут использоваться в формулах). Однако для наглядности данные будут отображены в таблице с названием валюты.

³² Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. // Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

	A	B	C	D	E
1	Курс рубля к доллару США	28,36			
2	Курс евро к доллару США	1,04			
3		ЛУКОЙЛ		Мосэнерго	
4		спрос	предложение	спрос	предложение
5	Текущие курсы акций в РТС	\$13,94	\$13,97	\$0,0652	\$0,066
6	Количество акций в 1 АДР	4		100	
7	Прямая конвертация	\$55,76	\$55,88	\$6,52	\$6,6
8	Перерегистрация акции на имя кастодиального банка	0,82 руб.		0,0028 руб.	
9		\$0,0292		\$0,0001	
10	Стоимость конвертации акций в АДР	\$0,05		\$0,05	
11	Стоимость конвертации АДР в акции	\$0,05		\$0,05	
12	Фактическая стоимость	\$55,59	\$56,05	\$6,46	\$6,54
13	Текущие курсы АДР на Берлинской фондовой бирже	eur58,8	eur59,2	eur6,84	eur6,91
14	Прямая цена в долларах	\$56,53	\$56,92	\$6,58	\$6,64
15	Издержки, евро	eur0,1176	eur0,1184	eur0,0137	eur0,0138
16	Издержки, доллары	\$0,1132	\$0,1138	\$0,0132	\$0,0133
17	Цена с учетом издержек	\$56,42	\$57,03	\$6,57	\$6,65
18		покупка	продажа	покупка	продажа
19	Арбитраж	\$0,37	(\$1,44)	\$0,03	(\$0,19)

Разберем приведенную таблицу подробно.

Для примера, иллюстрирующего проведение анализа результата от арбитражных операций в таблице Excel, взяты две ценные бумаги – АО «ЛУКОЙЛ» и АО «Мосэнерго». Для сравнения берутся котировки АДР на акции российских эмитентов на Берлинской фондовой бирже. Только с немецких бирж можно брать котировки в режиме on-line.

Ячейки B1 и B2 содержат информацию о курсе рубля к доллару США и курсе евро к доллару США. Курс евро берется текущий, поэтому информация, вводимая в ячейку B2 постоянно меняется. Это необходимо для приведения цен, выраженных разными валютами, в одну сравнительную «плоскость» – долларам США. Ячейки B5 и C5 показывают текущие цены на акции ЛУКОЙЛ в Российской торговой системе (далее – РТС), соответственно – спрос и предложение. В ячейках B6 и D6 приведены данные по количеству акций, содержащихся в одной АДР. Для ЛУКОЙЛ это 4 акции в одной АДР, Мосэнерго – 100 акций в одной АДР. Перемножив содержимое ячеек B5 на B6,

получаем цену одной АДР ЛУКойл без учета издержек – ячейка В7. Соответствующие шаги делаются и со следующими ячейками: $C7=C5*B6$; $D7=D5*D6$; $E7=E5*D6$.

Дальнейшие операции необходимы для полного учета всех издержек, которые имеют место быть при конвертации акций в АДР и наоборот. Перерегистрация акций на имя кастодиального банка банка-депозитария обходится для ЛУКойл в 82 копейки за одну акцию, для Мосэнерго – в 0,28 копейки. Делением содержимого этих ячеек на курс доллара США получаем стоимость перерегистрации в долларах США, что необходимо для дальнейшего учета. Стоимость конвертации, взимаемая банком-депозитарием, составляет 5 центов независимо от того, конвертируются ли акции в АДР или наоборот. Таким образом, получаем фактическую стоимость АДР на акции ЛУКойл:

$$B12 = B5*B6 - B11 - B9*B6 \text{ (при продаже акций, конвертируемых из АДР)}$$

$$C12 = C5*B6 + B10 + B9*B6 \text{ (при покупке акций с последующей конвертацией)}$$

Таким же образом получается фактическая стоимость АДР на акции Мосэнерго.

Для подведения цены АДР в Германии под сравнительную базу используется следующая цепочка действий. В ячейках с В13 по Е13 находятся текущие котировки на Берлинской фондовой бирже в евро. Делением этих ячеек на курс евро по отношению к доллару, отраженный в ячейке В2, получаем прямую цену в долларах США без учета издержек. Стоимость услуг брокера на немецкой бирже с учетом платы за обмен евро на доллары составляет 0,2% от объема сделки. Соответственно, в ячейках В16 - Е16 приведена величина издержек в долларах США, полученная по формуле:

$$B(C,D,E)16 = (B(C,D,E)13*0,002)/B(C,D,E)2$$

При помощи вычитания полученного значения из котировки на продажу или прибавления к котировке на покупку получаем конечную цену:

$$B(D)17 = B(D)14 - B(D)16 \text{ (продажа)}$$

$$C(E)17 = C(E)14 + C(E)15 \text{ (покупка)}$$

После проведения расчетов и получения необходимых данных можно вычислить величину *арбитражного спреда*, если таковой имеется.

Покупка акций в РТС / Продажа АДР на Берлинской фондовой бирже:

$$B(D)19 = B(D)17 - C(E)12$$

Продажа акций в РТС / Покупка АДР на Берлинской фондовой бирже:

$$C(E)19 = B(D)12 - C(E)17$$

Таким образом, получаем величину арбитражного спреда с учетом всех издержек. Из приведенной таблицы следует, что в данный конкретный момент выгодно покупать акции ЛУКойл и Мосэнерго в РТС, конвертировать их в АДР и продавать на Берлинской фондовой бирже. Такая операция принесет 37 центов чистой прибыли на каждую АДР ЛУКойл и, соответственно, 3 цента – на каждую АДР Мосэнерго. Правда, здесь все-таки присутствует одна неизвестная величина – курс-фиксинг евро по отношению к доллару США, по которому происходит пересчет цен. Он становится известен к 7 часам вечера по московскому времени. Резкое изменение по отношению к тому курс-фиксингу, который используется при совершении сделки, может как снизить, так и повысить привлекательность арбитражной операции.

Развитие мирового фондового рынка, увеличение его ликвидности и "срастание" внутреннего и внешнего рынков приводит к практически полному отсутствию возможностей для арбитража. Компании, занимающиеся арбитражем, приносят тем не менее большую пользу: они создают ликвидность внутреннему рынку за счет внешнего и наоборот. Кроме того, они не позволяют оторваться цене АДР от цены акций, лежащих в их основе, что очень удобно для инвесторов, вкладывающих свои средства и в обыкновенные акции, и в АДР.

2.2.5. Расчеты по операциям с американскими депозитарными расписками

Расчеты по АДР, вне зависимости от того, была ли сделка заключена на фондовой бирже или на вторичном рынке, в большинстве случаев производятся в одной из следующих расчетно-клиринговых систем: *Депозитарной трастовой компании* для большинства АДР, имеющих обращение на рынке ценных бумаг в США, *Euroclear* и *CEDEL* для АДР, обращаемых в Европе. Принципы функционирования этих систем схожи между собой, поэтому далее будет рассмотрена только схема проведения расчетов через Депозитарную трастовую компанию.

Депозитарная трастовая компания была создана в 1973 году рядом крупнейших финансовых операторов на фондовом рынке США и с тех пор стала крупнейшей

расчетно-клиринговой системой в мире, предоставляющей услуги по расчетам и клирингу по более чем 60% сделок купли-продажи ценных бумаг, заключаемых на сегодняшний день в мире и как кастодиан для всех компаний, которые открыли в DTC свои счета. В 1995 году оборот расчетов по сделкам, прошедшим через счета уполномоченных банков (а соответственно и большинства инвестиционных компаний) достиг \$41 триллиона долларов США.³³

Депозитарная трастовая компания представляет собой электронную телекоммуникационную систему, пользователями которой являются 500 уполномоченных банков, тысячи простых инвесторов, открывших напрямую счета в Депозитарной трастовой компании, а также многочисленные трансфер-агенты. Фактически Депозитарная трастовая компания выступает как крупнейший кастодиан в мире. В настоящее время она держит в кастоди:

- 80% корпоративных ценных бумаг, входящих в сводный индекс Dow Jones Industrial Average;
- 74% всех входящих в листинг на NYSE акций;
- 63% всех котируемых акций в системе NASDAQ и 50% всех котируемых бумаг на AMEX;
- 90% оборота сделок совершаемых на NYSE;
- 95% оборота торгов по муниципальным облигациям в мире.³⁴

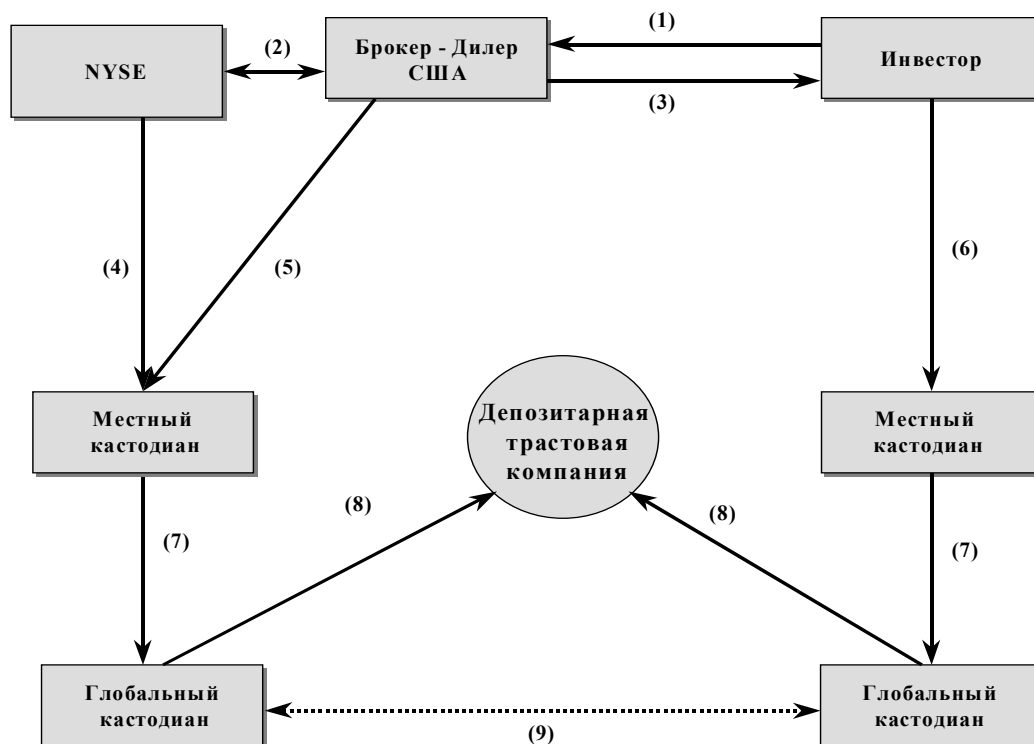
Расчеты, проводимые через Депозитарную трастовую компанию, можно представить в виде схемы (см. следующую страницу).

На данной схеме имеются следующие обозначения:

1. Накануне сделки инвестор размещает заказ на покупку или продажу ценных бумаг на американском рынке у брокера-дилера США, имеющего доступ на биржу США.
2. Брокер-дилер США выполняет заказ на NYSE, на другой крупной фондовой бирже или на внебиржевом рынке США.

³³ Официальный сайт Депозитарной трастовой компании ; <http://www.dtc.org/aboutdtc>

³⁴ Deutsche Bank. Corporate Trust & Agency Services. Депозитарные расписки. // Руководство. 1999. -С.27.



3. Накануне сделки инвестор размещает заказ на покупку или продажу ценных бумаг на американском рынке у брокера-дилера США, имеющего доступ на биржу США.
4. Брокер-дилер США выполняет заказ на NYSE, на другой крупной фондовой бирже или на внебиржевом рынке США.
5. Отчет о выполнении заказа с деталями сделки высылается обратно в виде подтверждения инвестиционной компании либо по системе SWIFT, либо по электронному терминалу, обычно предоставляемому своим клиентам брокером-дилером США.
6. Отчет о совершенной сделке направляется с биржи кастодиальному банку, указанному при совершении сделки брокером-дилером США.
7. Кастодиальный банк получает инструкцию от брокера-дилера США с деталями сделки на проведение расчетов по сделке.
8. Инвестиционная компания инструктирует о сделке свой кастодиальный банк на следующий день после получения отчета брокера-дилера США о совершенной сделке.

9. Кастодиальный банк продавца и кастодиальный банк покупателя инструктируют свои депозитарные банки о совершенной сделке (помимо деталей сделки обязательно должен указываться день проведения расчетов через Депозитарную трастовую компанию, как правило, третий день после заключения сделки (T+3)).
10. Накануне дня проведения расчетов депозитарный банк продавца и депозитарный банк покупателя вносят инструкции в электронную систему Депозитарной трастовой компании и обеспечивают соответственно наличие ценных бумаг на счете продавца и наличие денежных средств на денежном счете покупателя.
11. Депозитарная трастовая компания проводит расчеты по принципу “поставка против платежа” только в том случае, если детали, указанные в инструкциях депозитарного банка продавца и покупателя совпадают. Расчеты проводятся автоматически: деньги автоматически списываются со счета покупателя, ценные бумаги - со счета продавца.

Схема расчетов по АДР имеет одну особенность. В случае, если инвестиционная компания сделала короткую продажу АДР на фондовом рынке США, она может прибегнуть к одному из двух вариантов:

- 1) купить эквивалентное количество АДР для того, чтобы закрыть короткую позицию;
- 2) конвертировать обыкновенные акции в АДР; конвертация акций в АДР и АДР в акции производится депозитарием, осуществившим выпуск АДР.

На первый взгляд, схема проведения расчетов довольно сложна. В реальной жизни используется, как правило, упрощенная схема, в которой брокер-дилер США, совершающий сделки на фондовой бирже США по заказу инвестиционной компании, является одновременно его кастодианом, имеющим прямой доступ в Депозитарную трастовую компанию. Таким образом, все звенья, связанные с движением ценных бумаг через местных и глобальных кастодианов продавца и покупателя, исчезают, а движение ценных бумаг происходит по внутренним счетам брокера-дилера США.

Приведем краткие выводы по рассмотренному материалу во второй главе. Для выпуска программ АДР, в первую очередь, необходимо участие депозитарного банка и кастодиального банка. Для российских эмитентов по всем программам АДР

депозитарным банком выступает *The Bank of New York*, который является лидером на мировом финансовом рынке по количеству обслуживаемых программ выпуска АДР. В программах АДР *The Bank of New York* одновременно выполняет депозитарные функции, является держателем реестра, трансфертным агентом и администратором-распорядителем.

Каждая программа АДР требует участия кастодиального банка, осуществляющего хранение ценных бумаг эмитента, под которые депозитарный банк выпускает АДР. По согласованию с *The Bank of New York* в качестве кастодиана для российских компаний выступает банк *ING Eurasia*. Кастодиальный банк действует на основании договора с депозитарием и ответственен перед ним. Банк *ING Eurasia* выполняет такие функции, как: получает ценные бумаги российских эмитентов на хранение, хранит их (регулярно проводит проверку реестра владельцев ценных бумаг, который ведется регистратором и предоставляет информацию о результатах проверки *The Bank of New York*), доставляет ценные бумаги лицам, указанным депозитарием.

Инвестор, решивший вложить свои средства в АДР иностранной компании, покупает их у своего брокера. Последний же может приобрести АДР двумя способами: либо прямо на рынке у другого владельца АДР, либо на местном рынке в виде акций, которые он может конвертировать в АДР. При продаже АДР возможны следующие операции: перепродажа и погашение, то есть обратная конвертация АДР в акции. Перепродажа АДР – наиболее простая операция, тогда как выпуск и погашение АДР включают значительно больше стадий, необходимых для выполнения этих операций.

Выпуск программ АДР представляет повышенный интерес для российских компаний. К настоящему времени программы АДР осуществили около 55 компаний. Число российских эмитентов на мировом фондовом рынке постоянно увеличивается. Выход на международный фондовый рынок – отнюдь не дешевое удовольствие. По оценкам финансовых специалистов с Уолл-Стрит, для того, чтобы зарегистрировать программу АДР в США и, самое главное, обеспечить активные котировки АДР, компания-эмитент должна потратить около 1,5 млн.долл.

Большинство программ АДР российских компаний служат целям не привлечения дополнительного капитала, а расширения круга потенциальных инвесторов и повышения ликвидности ценных бумаг эмитентов.

На американском фондовом рынке представлены лишь три компании: «Вымпелком», «Ростелеком», «Татнефть», которые котируются на биржевом рынке США – на NYSE. Сделки с АДР этих компаний проходят регулярно, как правило, ежедневный объем сделок составляет от одного до нескольких миллионов долларов. Большое значение для российских компаний представляет фондовый рынок Германии, где представлены АДР примерно 30 российских компаний.

Внебиржевой рынок АДР на акции российских эмитентов представлен в разрезе различных типов рынка: неорганизованный, организованный и брокерский внебиржевые рынки. Наибольшие объемы сделок с АДР российских компаний проходят через брокерский рынок. Суммарный оборот по АДР российских компаний, включая в расчет как биржевой, так и внебиржевой рынок, в 1999 году составил около 10,4 млрд.долл.³⁵

Большое распространение на рынке АДР получили арбитражные операции. Возможность для арбитража возникает из того факта, что рынок АДР в США и Европе и рынок акций в России - это два совершенно различных сегмента фондового рынка, в то время как активы, лежащие в основе этих финансовых инструментов, одни и те же.

Расчеты по АДР, вне зависимости от того, была ли сделка заключена на фондовой бирже или на вторичном рынке, в большинстве случаев производятся в одной из следующих расчетно-клиринговых систем: Депозитарной трастовой компании для большинства АДР, имеющих обращение на рынке ценных бумаг в США, Euroclear и CEDEL - для АДР, обращаемых в Европе.

³⁵ по материалам информационно-финансового агентства SKATE – PRESS.

Глава 3. Анализ проблем и преимущества в использовании программ американских депозитарных расписок

В настоящей главе наше внимание будет сконцентрировано на выделении проблем и преимуществ в использовании такого финансового инструмента, как АДР. Сначала проанализируем проблемы, связанные с регулированием выпуска и обращения АДР, возможные пути их решения. Во втором параграфе этой главы рассмотрим выгоды, получаемые инвесторами и эмитентами от участия в программах выпуска АДР.

3.1. Правовые проблемы, связанные с программами выпуска американских депозитарных расписок российскими компаниями

При осуществлении программ АДР на российские акции возникает ряд проблем, с которыми сталкиваются как российские эмитенты акций, так и зарубежные инвесторы и их посредники. Основные проблемы заключаются в государственном и правовом регулировании процесса выпуска АДР на акции российских предприятий.

Размещение ценных бумаг российскими эмитентами на рынке иностранных государств должно быть санкционировано Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг России. Однако ни в законе, ни в одном из документов ФКЦБ России не содержится описания указанной процедуры или рекомендаций по ее проведению.

Спрос рождает предложение: пользуясь той свободой, которую законодательство США предоставляет финансовым организациям в области конструирования инструментов фондового рынка, иностранные эмитенты получают доступ на фондовый рынок путем размещения на нем производных ценных бумаг. В этом случае регистрация в регулирующих органах России не требуется, так как производная ценная бумага – это сертификат, выпуск которого не подлежит регистрации.

Долгое время государственные органы придерживались позиции невмешательства в дела компаний, выпускающих программы АДР. Такой подход был вполне понятен: проблема импорта капитала для России стоит очень остро; свободных

денежных ресурсов в стране нет, чего не скажешь о США и странах Западной Европы, где инвесторы охотно вкладывают средства в растущие акции российских предприятий.

С конца 1998 года Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг России (далее - ФКЦБ России), будучи главным государственным регулирующим органом рынка ценных бумаг, приступила к сбору информации по российским эмитентам, осуществившим программы АDR, и к разработке требований, обязывающих эмитентов, информировать ФКЦБ России об их участии в подобных программах.

Подобные меры связаны, в первую очередь, с тем, что ФКЦБ России не обладает точной информацией о количестве эмитентов, участвующих в программах АDR, о количестве акций, задействованных в программах выпуска АDR. Особое внимание потребуется уделить законодательству по ценным бумагам, в котором ни в одном нормативном документе не регулируется процедура регистрации и размещения ценных бумаг российских эмитентов на иностранных рынках. Существующая на сегодняшний день нормативная база по регулированию рынка ценных бумаг в России нарушается при осуществлении программ размещения АDR на акции российских эмитентов.

В процессе работы с АDR структура номинальных держателей играет одну из ключевых ролей. Именно с ее помощью осуществляется передача инвесторам прав владельцев акций и передача экономической выгоды от компании, выпустившей АDR, к инвесторам. В соответствии с пунктом 2 статьи 8 ФЗ «О рынке ценных бумаг» «в качестве номинальных держателей ценных бумаг могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг»³⁶, из чего не следует, что номинальным держателем не может выступать не профессиональный участник рынка ценных бумаг, т.е. нерезидент. Однако в соответствии с пунктом 2 Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 2 октября 1997 года (далее – Положение), «номинальный держатель – профессиональный участник рынка ценных бумаг, который является держателем ценных бумаг от своего имени, но в

³⁶ Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг»: Принят Государственной Думой 20 марта 1996 г.; Утвержден Указом Президента РФ от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ.

интересах другого лица, не являясь владельцем ценных бумаг»³⁷, таким образом Положение вводит четкое указание на тех лиц, которые могут осуществлять функции номинального держателя.

The Bank of New York является депозитарным банком для всех программ АДР на акции российских эмитентов. Он также выполняет функции номинального держателя как в реестрах, так и у других депозитариев, не являясь при этом профессиональным участником рынка ценных бумаг РФ. Все сделки, прошедшие до настоящего момента через The Bank of New York, могут быть признаны недействительными. В целях сохранения возможности инвестирования средств западными компаниями в акции российских предприятий и участия The Bank of New York в реализации программ выпуска АДР, ФКЦБ России, в первую очередь, предлагает внести следующие изменения в Положение. Абзац 8 пункта 2 Положения изложить в следующей редакции: «номинальный держатель – профессиональный участник рынка ценных бумаг, который является держателем ценных бумаг от своего имени, но в интересах другого лица, не являясь владельцем ценных бумаг, а также *лица, перечень которых устанавливается ФКЦБ России, осуществляющие программу выпуска АДР, обращаемых на мировом фондовом рынке, базисными активами для выпуска которых являются эмиссионные ценные бумаги российских предприятий*».

Во вторую очередь, ФКЦБ России обратилась к регистраторам с просьбой предоставить возможность The Bank of New York выполнять функции номинального держателя в реестрах до разработки ФКЦБ России «ряда мер, позволяющих разрешить создавшееся противоречие».

По состоянию на сентябрь 1999 года, по данным, представленным 22 регистраторами, ведущими реестры эмитентов, участвующих в программах АДР, The Bank of New York либо не имеет счетов номинального держателя, либо имеет счета с нулевыми остатками. По данным ФКЦБ России, The Bank of New York имеет счет номинального держателя только у регистратора «М-Реестр», на котором учитываются

³⁷ Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 2 октября 1997 года №24.

акции Банка Менатеп.³⁸

В настоящее время в целях осуществления программы АДР The Bank of New York имеет счет депо в депозитарии ING Eurasia, на котором учитываются ценные бумаги, являющиеся базовым активом АДР. Соответственно ING Eurasia, как депозитарий, имеющий лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, выданную Банком России, выступает в качестве номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг.

В целях регулирования программ выпуска АДР на акции российских компаний ФКЦБ России в августе 1999 года направила предписания о предоставлении документов ФКЦБ России компаниям, осуществившим программы размещения АДР. В соответствии с предписанием ФКЦБ России от эмитентов требуется предоставление депозитного договора, заключенного между The Bank of New York и эмитентом, в связи с программой выпуска АДР, включая все имеющиеся поправки и дополнительные соглашения к договору; отчетные документы The Bank of New York о ходе реализации программы выпуска АДР, представленные эмитенту, с даты начала реализации программы; краткое описание структуры программ выпуска АДР.

Существуют также и другие проблемы, касающиеся использования программ АДР, которые требуют решения. Проблемой является *недостаточность предусмотренных российским законодательством гарантий от злоупотреблений при фиксации сведений о собственниках ценных бумаг регистраторами*. Неудовлетворительное осуществление рядом регистраторов своих функций снижает инвестиционную привлекательность российских компаний. Основное требование SEC при регистрации выпуска АДР – обязательная и регулярная сверка информации о задепонированных акциях у российского регистратора с сданными депозитарного банка, обслуживающего программы АДР. Условия сверки должны быть определены в соглашении между депозитарным банком и российским эмитентом акций.

В депозитное соглашение включаются нормы, в соответствии с которыми российский эмитент обязуется предпринимать все необходимые действия для того,

³⁸ По материалам, предоставленным Управлением регулирования деятельности регистраторов, депозитариев и клиринговых организаций ФКЦБ России. // -февраль 2000 г.

чтобы обеспечить достоверность и полноту всей информации, содержащейся в реестре акций, ведущемся российским регистратором ценных бумаг. По просьбе депозитария или хранителя эмитент обеспечивает им неограниченный доступ к реестру для проверки количества зарегистрированных депонированных ценных бумаг. На российского эмитента возлагается обязанность предоставлять по просьбе перечисленных компаний копии выписок из реестра акций, надлежаще заверенные регистратором, также гарантировать перерегистрацию права собственности на депонированные ценные бумаги в реестре в связи с любым депонированием или изъятием депонированных ценных бумаг.

Российская компания обязана обеспечить в кратчайший срок уведомление указанных в договоре лиц о всех случаях, когда регистратор:

- исключает имя акционера из реестра акций или иным образом изменяет объем его прав на ценные бумаги, и этот держатель утверждает, что такое действие регистратора неправомерно;
- теряет способность существенным образом соблюдать или предпринимает действия, указывающие на то, что не будет соблюдать относящиеся к нему положения депозитного соглашения;
- отказывается перерегистрировать акции компании на имя какого-либо покупателя, и этот покупатель (или соответствующий продавец) утверждает, что такой отказ является незаконным;
- является держателем акций компании от своего имени;
- допустил существенное нарушение относящихся к нему положений депозитного соглашения и в разумные сроки не устранил его.³⁹

По депозитному соглашению эмитент несет всю полноту ответственности за любые действия, совершенные российским регистратором ценных бумаг. Важной гарантией от ошибок в реестре является закрепление в депозитном соглашении приоритета учетных документов депозитария и хранителя над имеющимися у регистратора.

³⁹ Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. -М.: Статут, 1996. С.70-71.

Другая проблема – *неготовность большинства российских банков отвечать требованиям, предъявляемым в соответствии с законодательством SEC к кастодиальным банкам.*

Следует также отметить *неготовность большинства российских эмитентов вести учет и представлять отчетность по международным стандартам бухгалтерской отчетности* (в частности по стандартам GAAP) для выхода на более высокий уровень программы АДР. Составление финансовой отчетности и проведение аудита авторитетной западной компанией является слишком дорогостоящей процедурой для многих российских предприятий.

Существует проблема *противоречивости российского законодательства в отношении ставки налога на продажу и приобретения АДР, а также на дивиденды и иные выплаты по ценным бумагам.* Налогообложение дивидендов в соответствии со ст. 10 Договора между РФ и США об избежании двойного налогообложения и предотвращения уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал от 17 июня 1992 года происходит в России по ставке 10%.⁴⁰

С принятием Государственной налоговой службой Инструкции № 34 от 16 июня 1995 года, требуется уплата в российский бюджет полной суммы налогов с последующим возвратом разницы по договору об избежании двойного налогообложения. Ввиду того, что процедура возврата таких средств крайне неудачна, а также может вызвать значительные задержки, иностранные инвесторы поставлены в неблагоприятные условия.

И, наконец, последняя проблема, связанная с правовым регулированием программ АДР. Российское *законодательство о валютном регулировании и валютном контроле* позволяет проведение программ АДР. Однако остается спорным вопрос о покупке АДР российскими инвесторами. Покупая АДР, инвестор-резидент совершает «валютную операцию, связанную с движением капитала», и попадает под действие Закона РФ от 9 октября 1992 года «О валютном регулировании и валютном контроле». В

⁴⁰ Ратифицирован постановлением Верховного Совета РФ от 22 октября 1992 г. №3702-1 (ведомости съезда народных депутатов, 1992 №46 ст.2617). В США ратифицирован в декабре 1993 года. Действует с 1 февраля 1994 года.

соответствии со статьей 6 этого закона, порядок этих операций устанавливает Банк России. Действующий порядок требует получения разрешения Банка России на осуществление таких портфельных инвестиций. Вопрос о сделках с АДР в целом, и в отношении процедуры покупки АДР российскими инвесторами требует специальной регламентации Банка России. Выдача Банком России разрешение на каждую сделку с АДР не способствует развитию этого рынка в России.

Преодолению многих из этих проблем, а также соблюдению должного уровня контроля за процессом операций с АДР, может способствовать более пристальное внимание к нему компетентных регулирующих органов. В частности, Банк России первым начал контролировать процесс участия российских эмитентов - коммерческих банков в программах АДР. Инкомбанк был первым среди российских банков, который получил разрешение Центрального Банка на участие в программе АДР. Соответствующее разрешение было выдано Инкомбанку 30 октября 1996г. Банку было предоставлено право реализации иностранным инвесторам 3% уставного капитала в форме АДР. В связи с этим Инкомбанк должен был ежеквартально представлять в Центральный банк данные о всех держателях АДР и подробную информацию по сделкам, объем которых превышал 1% уставного капитала банка.⁴¹ Эту информацию Инкомбанку поставлял его депозитарный банк The Bank of New York. Эти требования Центральный банк распространил на все банки, получившие разрешение на участие в программах выпуска АДР (КБ "Возрождение", КБ "Менатеп"). Более жесткие требования к банкам со стороны Центрального банка объясняются еще и тем, что банки, в отличие от промышленных предприятий, не имеют права выкупать свои акции с открытого рынка без специального разрешения со стороны Центрального Банка, а этот прием применяется в некоторых программах АДР.

Как было отмечено ранее, ФКЦБ России только в 1998 году начала разрабатывать процедуры регулирования российских участников программ АДР. В связи с этим может представлять интерес зарубежная практика участия комиссий по ценным бумагам в этом процессе.

⁴¹ Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. //Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

Зарубежный опыт контроля участников программ депозитарных расписок национальными комиссиями по ценным бумагам

Многие страны с развивающимся фондовым рынком имеют правила и постановления, установленные министерствами финансов, комиссиями по ценным бумагам и центральными банками, регулирующие привлечение капитала отечественными компаниями за границей, независимо от того, о чем идет речь в конкретном случае - об облигациях, акциях, конвертируемых ценных бумагах и используются или нет АДР. Некоторые страны с развивающимся рынком фактически включают термины АДР, ГДР в правила, регулирующие привлечение капитала отечественными компаниями за границей, в том числе: Индия, Корея, Чили, Тайвань, Бразилия, Китай.

Некоторые страны с развивающимся фондовым рынком регулируют использование АДР, независимо от того, являются ли это программы, направленные на привлечение капитала, среди них Бразилия, Индонезия, Китай. В каждом случае правила или процедуры создаются национальными комиссиями по ценным бумагам. По крайней мере в одной стране - **Перу** - не утверждаются программы АДР, но компании обязаны предоставить Комиссии по ценным бумагам копию депозитарного договора.

Ни одна из стран с развитым рынком не имеет специальных постановлений по АДР, однако многие из них применяют процедуры утверждения или извещения в отношении местных компаний, размещающих долговые ценные бумаги или акции за границей. Например, SEC изменила Постановление «S», регулирующее зарубежные размещения ценных бумаг американских эмитентов, так что теперь американские компании должны извещать SEC в течение 15 дней обо всех размещениях акций за рубежом.

Ниже приведены конкретные процедуры участия национальных комиссий по ценным бумагам в регулировании участников программ АДР в двух странах.

Основополагающий момент регуляций по АДР **Бразилии** содержится в Приложении V Закона об иностранных инвестициях. Там определяется законодательное требование по регистрации экспорта и репатриации капитала. Согласно этому закону, Комиссия по ценным бумагам (CVM) рассматривает документы и утверждает

участников программ АДР в соответствии с Приложениями I-V об иностранных инвестициях, в то время как Центральный Банк управляет экспортом и импортом капитала. В любом случае все программы АДР, направлены ли они на привлечение капитала или на упрощение зарубежных сделок с акциями, требуют утверждения Комиссии по ценным бумагам. К концу срока подготовки программы подписанная копия депозитарного договора между национальным эмитентом и зарубежным депозитарным банком вместе с сопроводительным письмом от компании (если речь идет о спонсируемых программах) представляется в Комиссии по ценным бумагам на утверждение. Обычно утверждение занимает 3-7 дней.

В Китае, когда депозитарный банк получает мандат на учреждение программы, банк и местная компания-эмитент извещают Администрацию по ценным бумагам (SAO). В период разработки программы АДР, обычно это 3-12 месяцев, компания представляет необходимые документы в Администрацию по ценным бумагам. С учетом того, что в программе АДР могут участвовать только те китайские акции, которые созданы и выпущены прежде всего для иностранных инвесторов, и утверждение выдается всегда, то разумно предположить, что эта процедура существует, в основном, в информативных, статистических целях.

Таким образом, АДР является оформлением акций местных эмитентов так, чтобы ими было легче торговать на международных рынках. Пока местные компании имеют право продавать акции за границу и пока иностранные инвесторы могут покупать эти акции, будет существовать потребность в АДР. Возможно, подход в России, где эти виды операций разрешены и приветствуются, может быть подход, аналогичный подходу SEC США в соответствии с Правилом «S», согласно которому эмитенты должны отчитываться перед Комиссией о размещениях ценных бумаг на международных рынках, или в соответствии с Законом о фондовых биржах 1934 г., согласно которому эмитенты должны добавлять в годовой отчет, представляемый в SEC в соответствии с Законом по форме 10-K, информацию о том, что компания участвует в спонсируемой программе АДР.⁴²

⁴² Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. //Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

3.2. Преимущества, получаемые участниками программ американских депозитарных расписок

АДР являются одним из наиболее популярных финансовых инструментов глобального рынка ценных бумаг. Российские компании также принимают активное участие в осуществлении программ выпуска АДР. В связи с этим представляется интересным рассмотреть выгоды, получаемые от программ размещения АДР эмитентами и инвесторами.

Для **иностранных инвесторов** привлекательность АДР определяется следующими факторами. Во-первых, *отсутствуют трудности при совершении сделок с АДР*. Сделки инвесторов с АДР происходят в соответствии с правом США, в порядке, аналогичном торговле американскими ценными бумагами. Это проще и выгоднее как для продавца, так и для покупателя, и не требует долгой и сложной регистрации вне США. Также позволяет избежать налогов на операции с ценными бумагами в стране эмитента и неудобств при операциях с указанными ценными бумагами в валюте страны эмитента. Сделки с АДР на американском фондовом рынке осуществляются в долларах США, что приводит к отсутствию рисков финансирования при расчетах. На АДР распространяются правила и условия расчетов, клиринга, учета и отчетности в соответствии с законодательством США.

Во-вторых, *возможность получения дивидендов и управления предприятием*.

АДР, как правило, деноминированы в долларах США. Выплаты дивидендов по базовым акциям конвертируются в доллары США депозитарным банком. Это свойство АДР практически избавляет американских и международных инвесторов от проблем, связанных с валютным обменом. В случае если инвестор владеет голосующими ценными бумагами, он участвует в собраниях акционеров, не покидая США, голосуя письменно. Получив результаты голосования от всех собственников АДР, депозитарный банк направляет их в страну эмитента АДР. В случае приобретения ценной бумаги, не участвующей в проекте АДР, инвестор сталкивается с проблемами получения своевременной информации о дивидендах, переводом дивидендов из валюты страны в доллары США, что сопряжено с валютным риском.

Депозитарный банк может получить дивиденды или распределения либо в виде денежных средств, либо в виде имущества, ценных бумаг или прав. Рассмотрим каждый возможный вариант подробнее.

Если депозитарий получает дивиденд или другие распределения в виде денежных средств от любых базовых ценных бумаг, он обязан конвертировать их в доллары США и выплатить полученную сумму (за вычетом своих гонораров и своих расходов) держателям, имеющим на это право, пропорционально количеству АДР. Если компании или депозитарию требуется удержать из дивидендов или другого распределения в виде денежных средств определенную сумму в счет уплаты налогов, то сумма, выплачиваемая держателю АДР, соответственно, уменьшается. Таким образом решается вопрос о налогообложении нерезидентов.

Если нерезидент инкорпорирован в стране, имеющей с Россией соглашение об избежании двойного налогообложения, по требованию держателя депозитарный банк обязан представить эмитенту или в налоговые органы по месту удержания налога (по месту регистрации эмитента базовых ценных бумаг) соответствующие документы.

Существуют ситуации, когда депозитарный банк получает распределения, отличные от описанных выше. Депозитарий обязан распределить блага среди держателей после вычета или уплаты всех расходов, налогов и сборов пропорционально количеству АДР, представляющих базовые ценные бумаги.

Однако, если распределение не может быть осуществлено пропорционально или по другой причине (включая требование об удержании суммы в счет уплаты налогов или других сборов) депозитарий считает такое распределение невозможным, он может выбрать метод, который считает справедливым и целесообразным, включая публичную или частную продажу ценных бумаг или собственности. Причем чистые поступления от такой продажи за вычетом расходов депозитария распределяются среди держателей АДР.

Если дивиденд по базовым ценным бумагам выплачивается равнозначными ценными бумагами, то депозитарий может распределить среди держателей АДР дополнительные АДР, полученные в качестве дивиденда.

Депозитарный банк может отказать в распределении АДР, если он не получил гарантий от эмитента в том, что распределение не требует регистрации в соответствии с законодательством США о ценных бумагах новой эмиссии АДР (полученные в качестве дивиденда ценные бумаги являются равнозначными) или освобождаются от регистрации на основании положений Закона о ценных бумагах 1933 года. Вместо распределения АДР депозитарный банк имеет право продать ценные бумаги, полученные в качестве дивиденда, и распределить чистый доход.

Если эмитент предоставляет держателям базовых ценных бумаг права на приобретение ценных бумаг дополнительной эмиссии, то депозитарий избирает порядок наделения этими правами держателей.

Депозитарий распределяет свидетельства или другие документы на права среди держателей и осуществляет права от их имени. Эмитент обеспечивает вручение ценных бумаг депозитарию. Действуя в качестве представителя держателей, депозитарий обеспечивает депонирование приобретенных ценных бумаг и вручает соответствующее количество АДР держателю.

В случае распределения прав по депонированным ценным бумагам от держателей АДР требуется письменное подтверждение их намерения осуществить свои права.

Депозитарий не может распределять права держателям, если права и ценные бумаги, на которые они распространяются, не будут освобождены от регистрации на основании Закона о ценных бумагах 1933 года или не будут зарегистрированы в соответствии с положениями Закона.

Если держатель АДР требует распределения прав несмотря на то, что регистрация осуществлена не была, депозитарий вправе не осуществлять распределение до получения заключения юридического консультанта. На основании заключения юридического консультанта депозитарий может сделать вывод, что распределение в пользу держателей освобождается от регистрации. Депозитарий не несет ответственности за неприятие мер по определению законности или возможности наделения держателей правами.

Депозитарий может определить, что наделение правами у всех или некоторых держателей незаконно или невозможно. В этом случае депозитарный банк может продать эти права и распределить чистые поступления от продажи за вычетом своих расходов, налогов и сборов, подлежащих уплате.

Считаю важным остановиться на рассмотрении процедуры голосования держателями АДР. Получив уведомление о собрании владельцев ценных бумаг, если эмитент в письменном виде потребует этого, депозитарий направляет держателям АДР уведомление, которое содержит:

- информацию, идентичную той, которая содержится в уведомлении о собрании, полученном депозитарием от эмитента;
- заявление о том, что на момент окончания рабочего дня в указанную дату регистрации держатели АДР будут иметь право на основании любого применяемого положения законодательства страны инкорпорации эмитента (в данном случае Российской Федерации) и Устава компании отдавать распоряжения депозитарию по поводу осуществления прав на голосование тем количеством голосующих акций, которые подтверждены АДР, находящимся у держателя;
- заявление в отношении формы, в которой могут отдаваться такие распоряжения.⁴³

После письменного запроса держателя о дате регистрации депозитарий обеспечивает голосование по определенному количеству акций, представленных АДР, в соответствии с распоряжениями, изложенными в распоряжении держателя. Депозитарий не имеет права голосовать или пытаться осуществить право голоса иначе, чем указывается в распоряжениях (что в РФ, как и в США, определено законодательством и соответствует статусу номинального держателя).

Если депозитарий не получает от держателя распоряжений относительно базовых ценных бумаг, представленных АДР, до даты, установленной депозитарием, то последний должен считать, что держатель отдал ему распоряжение о выдаче

⁴³ Соловьев Д.В. АДР: разрешение конфликтов правовых систем. // Вестник НАУФОР. -2000. -№3. -С.60.

доверенности на голосование по усмотрению этого лица в отношении депонированных ценных бумаг.

Следующие преимущества заключаются в *информированности инвесторов АДР об эмитенте*. В соответствии с законодательством США депозитарий регулярно получает информацию об эмитенте. Часть такой информации он посылает собственникам АДР: копии отчетов, представленных эмитентом, копии любых полученных письменных сообщений. Отчеты и информацию, предназначенную для распространения среди акционеров в целях принятия ими решений, которые получены от компании и которые были получены депозитарием в качестве владельца ценных бумаг, депозитарий предоставляет для ознакомления в своем офисе. Отчеты и информация, включая формы для голосования, предоставляются на английском языке, когда этого требует SEC. Как результат, держатели АДР достаточно хорошо осведомлены о деятельности эмитента и не действуют «вслепую», совершая операции с АДР.

Помимо рассмотренных выше преимуществ АДР для иностранных инвесторов, можно выделить следующие:

- у инвестора АДР отсутствует обязанность платить иностранному финансовому институту за предоставление кастодиальных услуг;
- снижение налогообложения. Депозитарий помогает инвесторам подготовить и послать в налоговые органы страны эмитента необходимую документацию для снижения налогообложения дивидендов по двусторонним договорам с США об избежании двойного налогообложения;
- являясь производными ценными бумагами, выпущенными в США, на АДР не налагаются нормативные ограничения, которые могут иметь пенсионные, взаимные фонды и другие коллективные инвесторы в приобретении и владении иностранными ценными бумагами;
- АДР обращаются на американском и других рынках с развитой инфраструктурой, что значительно повышает их ликвидность по сравнению с ценными бумагами, которыми они обеспечены.

Многие крупные и средние российские компании проявили интерес к программам выпуска АДР. Существует как минимум три причины, обуславливающие привлекательность осуществления программ размещения АДР для **российских компаний**.

Во-первых, *программы выпуска АДР способствуют повышению рыночной стоимости акций*, а следовательно, и - *повышению капитализации компаний*. Таким образом, решается проблема недооцененности российских компаний. Если сравнить капитализацию российских и зарубежных компаний, примерно равных по размеру, ассортименту и объему выпускаемой продукции, соотношение будет явно не в пользу российских предприятий. Рыночная стоимость российских компаний явно занижена.

Для иллюстрации вышесказанного приведу пример. В развитых индустриальных странах инвестор вынужден платить за акции энергетических предприятий из расчета примерно 600 долл. за кВт располагаемой мощности компании. Для России эти цифры следующие: «Мосэнерго» - примерно 280 долл. за кВт, «Самараэнерго» - 120 долл. за кВт, «Красноярскэнерго» - примерно 40 долл. за кВт.⁴⁴ Недооцененность предприятий энергетики, таким образом, составляет в среднем 3-5 раз. Следует отметить, что в рассматриваемом примере использовались данные по достаточно крупным компаниям энергетической отрасли России. По некоторым предприятиям, меньшим по значимости и размеру, степень недооцененность может быть значительно выше.

Низкую стоимость акций российских компаний можно рассматривать как определенную компенсацию за высокий риск, ожидающий инвестора на российском рынке. Доказательством этого также служит ярко выраженная дифференциация стоимости компаний по регионам: за предприятия Центрального района и Поволжья инвесторы готовы платить больше на 15-20%, чем за аналогичные предприятия, расположенные в Сибири и на Дальнем Востоке.

АДР как производная ценная бумага, защищенная законодательством США,

⁴⁴ Расчеты произведены на основе данных, полученных из бюллетеня, подготовленного информационным агентством АК&М совместно с Московским региональным отделением ФКЦБ. Рынок корпоративных акций московских эмитентов. // 1 сентября 1998 года.

является тем финансовым инструментом, который существенно снижает риск инвестиций. Как результат, повышенный спрос на акции эмитента АДР, рост их курсовой стоимости и капитализации компании. Например, после выпуска АДР капитализация такого не самого привлекательного российского эмитента с производственной и экспортной точки зрения, как Торговый дом ГУМ, возросла с 60 до 240 млн.долл.

Кроме того, выпуск АДР обычно влечет за собой повышение котировок ценных бумаг российских компаний на внутреннем фондовом рынке.

Во-вторых, российские предприятия участвуют в программах АДР, желая *расширить круг своих инвесторов путем выхода на фондовые рынки США и Европы*, где вероятность быть поглощенными крупными иностранными фирмами достаточно низка. Выпуск АДР, распространяемых среди большого числа мелких и средних инвесторов, такую опасность сильно уменьшает.

В-третьих, многие предприятия России испытывают необходимость в модернизации производства, введении в строй основных средств, в пополнении оборотных фондов. Как правило, собственных средств в силу спада производства и проблемы неплатежей предприятиям не хватает. Надежда на кредиты российских коммерческих банков слабая, ибо в силу приведенных выше причин они предпочитают краткосрочное кредитование, стоимость заемных средств при этом весьма высока. *Привлечение западных инвестиций* позволяет решить проблему нехватки средств. Реализация этой задачи в большинстве компаний, участвующих в программах размещения АДР, займет не менее двух-трех лет. Кроме того, даже выпуск АДР первого и второго уровней позволяет предприятию привлечь, благодаря сложившейся репутации, как прямые инвестиции, так и дешевые кредиты под различные инвестиционные программы.

Помимо перечисленных преимуществ программ размещения АДР можно назвать возможность повышения репутации российских компаний на международном фондовом рынке, что может весьма благотворно сказаться на их развитии в будущем. Кроме того, если эмитент планирует в будущем продавать свою продукцию на рынке США или на европейском рынке, где осуществляется обращение его АДР, то это дает

ему возможность увеличить интерес к товарам компании за рубежом. Также следует упомянуть и о том, что в зависимости от типа программы эмитент имеет возможность:

- получить листинг своих АДР на NYSE, AMEX и на других фондовых биржах США, на европейских биржах, в NASDAQ;
- включить выпущенные АДР в Дисплейную службу NASD (Bulletin Board Display Service of the NASD) или в «Розовые страницы» Национального бюро котирования.

В заключение отметим, что несмотря на все преимущества программ АДР, предоставляемые ее главным участникам – инвесторам и эмитентам –, существует очень важная проблема правового регулирования процедуры регистрации и размещения ценных бумаг российских эмитентов на иностранных рынках, требующая немедленного решения.

Заключение

АДР начали выпускаться достаточно давно – в конце 20-х годов, однако существенный рост выпуска и обращения пришелся на 90-е годы. АДР является основным инструментом, обеспечивающим доступ ценных бумаг неамериканских эмитентов к наиболее крупным в финансовом отношении американским инвесторам, прежде всего к взаимным фондам, пенсионным фондам и страховым компаниям, которые в силу нормативных ограничений не могут непосредственно инвестировать в акции, выпущенные компаниями других стран.

Российскому рынку ценных бумаг присущи инфраструктурные риски и риски контрагентов в процессе совершения сделок с акциями. В то же время инвестиционные характеристики этих финансовых инструментов таковы, что вызывают существенный интерес у российских и иностранных инвесторов. В настоящее время у иностранных инвесторов существует возможность вкладывать свои средства в российские акции, используя для этой цели АДР, выпущенные на акции российских эмитентов. Рынок АДР не подвержен существенным рискам контрагентов и инфраструктурным рискам, поскольку является американским рынком, регулируемым американским законодательством.

Российские компании приступили к реализации программ выпуска АДР сравнительно недавно – в 1995 году, однако уже практически все крупнейшие российские компании осуществили программы АДР и воспользовались возможностями, которые предоставляет выпуск АДР. Выпуск АДР – это основной способ продажи российских ценных бумаг в США и странах Западной Европы. Одновременно – это перспективная возможность привлечения иностранных инвестиций в экономику страны.

Программы размещения АДР относительно недороги и, в случае выбора квалифицированных юридических и финансовых консультантов, могут быть проведены за семь-девять месяцев. Для всех программ АДР на акции российских эмитентов депозитарным банком выступает The Bank of New York, а кастодиальным банком – ING

Bank Eurasia.

Рынок АДР на акции российских эмитентов развивается достаточно высокими темпами. К настоящему времени около 55 российских компаний реализовали порядка 79 программ АДР на свои обыкновенные и привилегированные акции. Однако лишь три из них: «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть»,- добились того, что их АДР котируются на самой престижной бирже мира – NYSE. При этом «Вымпелком» – пока единственная компания, в результате размещения АДР привлекающая средства неограниченного круга инвесторов.

Объем сделок с АДР на зарубежных торговых площадках в последнее время существенно превышает объем сделок с соответствующими акциями на российских организованных рынках. Рынок российских акций в большей степени переместился за пределы России, где акции торгуются в форме АДР.

Однозначно можно сказать, что в ближайшие несколько лет общее количество российских компаний, принимающих участие в программах АДР, увеличится. Впрочем, рынок АДР ожидают и качественные изменения. Несомненно, возрастет интерес к программам второго и третьего уровней. И чем удачнее они будут реализованы, тем больше новых компаний начнет подготовку своих программ. Что касается программ АДР первого уровня и АДР, выпускаемых в соответствии с Правилom 144А, то их количество также увеличится, хотя темпы их прироста будут замедляться, так как на данный момент уже практически все наиболее крупные и перспективные компании, имеющие право рассчитывать на высокий спрос со стороны иностранных инвесторов, либо уже осуществили программы выпуска АДР, либо заявили об их подготовке.

Все вышесказанное будет справедливо в том случае, если российские государственные органы не изменят своего отношения к рынку АДР и не примут запретительных и дестимулирующих мер в отношении эмитентов АДР.

Выпуск программ АДР российскими предприятиями будет тем быстрее продвигаться вперед, чем лучше удастся совместить интересы российских эмитентов АДР и их иностранных покупателей. Основное противоречие состоит в том, что американские инвесторы рассматривают АДР преимущественно как спекулятивный инструмент, способствующий диверсификации капитала при составлении менеджерами

своего портфеля, тогда как российские эмитенты думают прежде всего о привлечении посредством АДР дополнительного капитала.

Однако даже при таком противоречии правильно и эффективно проведенная программа выпуска АДР для российских компаний предоставляет одно важное преимущество - это возможность представить свое имя на международном финансовом рынке. Многим российским компаниям, осуществившим программы АДР, представилась возможность получения более дешевых и длинных кредитов на мировом финансовом рынке, проявления значительного интереса к выпущенным ими еврооблигациям, участия в программах выпуска европейских депозитарных расписок⁴⁵, цель участия в которых российские компании видят в создании полной взаимозаменяемости АДР, европейских депозитарных расписок и акций таким образом, чтобы наиболее сильный спрос на ценные бумаги в США, в Европе или местном рынке вел к росту стоимости акционерного капитала компании в целом.

На данном этапе развития российского фондового рынка АДР на акции российских эмитентов выполняют очень важную задачу - способствуют привлечению иностранных инвесторов, и как следствие, способствуют решению проблемы недооцененности российских компаний.

⁴⁵ Европейская депозитарная расписка – финансовый продукт, сконструированный Citibank в сотрудничестве с Парижской фондовой биржей, денонмирован в валюте евро. Потенциальные клиенты- компании, действующие на «формирующихся» рынках.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г.): Принят Государственной Думой 20 марта 1996 г.; Утвержден Указом Президента РФ от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ.
2. Закон «О валютном регулировании и валютном контроле» (в ред. Федеральных законов от 29 декабря 1998 г. №192-ФЗ, от 5 июня 1999 г. №128-ФЗ).
3. Положение о депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг РФ, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 16.10.97 №36.
4. Положение о лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг РФ, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 23.11.98 №50.
5. Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 2 октября 1997 года №24.
6. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. -М.:Перспектива, 1995. -536с.
7. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. -М.: Инфра-М, 1996. -304с.
8. Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. -М.: Статут, 1996. -98с.
9. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг: Учебно-практическое пособие. -М.: Инфра-М, 1996. -96с.
10. Материал из доклада «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. //Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.
11. Материалы конференции «Депозитарные расписки: конъюнктура и перспективы рынка» :16-17 июля 1997 г. / Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации; Науч.ред. Я.М. Миркин. -М.: ФА, 1997.

12. Бюллетень, подготовленный информационным агентством АК&М совместно с Московским региональным отделением ФКЦБ. Рынок корпоративных акций московских эмитентов. // 1 сентября 1998 года.
13. Андрианов В., Овчинникова Н. Электросвязь: в ожидании вторичных эмиссий. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№ 10.
14. Беляев В. Зарубежные информационные и аналитические ресурсы в сети Интернет. // Рынок ценных бумаг. -1999. -№ 7.
15. Борисов Е. Привлекательность АДР гарантирована законом. // Рынок ценных бумаг. -1996. -№ 3. -С.7-9.
16. Гаши-Батлер М., Хромова Е. Новое поколение российских ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг. -1999. -№ 20.
17. Голубенко-Сират Т. Депозитарные расписки как средство привлечения инвестиций в России. // Рынок ценных бумаг. -1997. -№ 14. -С.6-8.
18. Данилов Ю. Инвестирование в акции российских эмитентов посредством Американских депозитарных расписок. // Вестник НАУФОР. -1998. -№ 21. -С.40-43.
19. Есаулкова Т. Конвертация акций российских эмитентов в АДР. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№9. -С.8-9.
20. Зенкин С. Show для инвестора. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№9. -С.5-7.
21. Зенкина Е.В. Рынок АДР: возможности и перспективы привлечения иностранного капитала. // Внешнеэкономический бюллетень. -1999. -№ 2. -С.44-46.
22. Коротков П.А., Борисов С.М. Проблемы привлечения иностранного капитала на российский рынок ценных бумаг. // Деньги и кредит. -1996. -№ 3. -С.50-54.
23. «Круглый стол» по вопросам развития инфраструктуры рынка ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг. -2000. -№ 2.
24. Ладыгин Д., Арсеньев В. Наши акции на чужом поле. // Коммерсантъ. -26 ноября 1999 г.
25. Малинин А.Н. Инвестиционно-банковское обслуживание российских эмитентов депозитарных расписок. // Внешнеэкономический бюллетень. -1999. -№ 4. -С.12-17.
26. Миркин Я.М. «Карточный домик». // Рынок ценных бумаг. -2000. -№ 4. -С.22-24.

27. Миркин Я.М. Депозитарные расписки – еще одна альтернатива доллару. // Банковские услуги. -1999. -№ 5-6. -С.27-28.
28. Миронов Е. Депозитарные расписки: после ADR и GDR настала очередь EDR ? // Рынок ценных бумаг. -1999. -№14.
29. Нарский В., Краев А., Коньков И. Американские депозитарные расписки – средство привлечения зарубежных инвестиций. // Финансовый бизнес. -1999. -№ 11.
30. Плаксин И. Китайцы проложат русским путь в Нью - Йорк. // Коммерсантъ. -1 апреля 1998 г.
31. Правила регистрации АДР в SEC. // Банковские услуги. -1997. -№ 10. -С.22-27.
32. Погорелова о. Особенности участия коммерческих банков в программах по выпуску американских депозитарных расписок. // Бизнес и банки. -1997. -Март. -№12. -С.4.
33. Рыбакин В. Уралсвязьинформ: итоги года. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№ 6.
34. -С.44-47.
35. Свердлов В. Российские проблемы в использовании мировой практики инвестиционных операций. // Внешнеэкономический бюллетень. -1999. -№ 5. -С.60-64.
36. Соловьев Д.В. Особенности привлечения инвестиций на международных рынках. // Рынок ценных бумаг. -Индикатор. -2000. -№ 6. -С.14-16.
37. Соловьев Д.В. АДР: разрешение конфликта правовых систем. // Вестник НАУФОР. -2000. -№ 3. -С.58-61.
38. Стеценко А. АДР на акции российских предприятий. // Рынок ценных бумаг.
39. Стеценко А., Андрианов В. Возможен ли бизнес на фондовом рынке ? // Рынок ценных бумаг. -1999. -№ 2.
40. Тюрин В. Выпуск АДР/ГДР российскими предприятиями. //Финансист. -1997.
41. Федюк И. Американские депозитарные расписки – как найти инвестора. // Рынок ценных бумаг. -2000. -№ 6. -С.94-96.
42. Хант У. Российские компании очень интересны инвесторам. //Рынок ценных бумаг. -2000. -№6. -С.91-93.
43. Хорошев С. Банковские АДР: быстрый разбег с высокого старта. // Ведомственное приложение «Российской газеты». 20 сентября 1997 г.

44. Шилина Г., Мальцев М. Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок. // Рынок ценных бумаг. -1996. -№ 3. С.2-6.
45. Щадрин А. Перспективы трансформации российского финансового рынка. // Рынок ценных бумаг. -1998. -№ 2. -С.9-13.
46. Deutsche Bank. Corporate Trust & Agency Services. Депозитарные расписки. // Руководство. 1999. - 37с.
47. The Bank of New York. Press releases: New records established in depository receipt markets in 1999. // 2000. -Jan. 10
48. The Bank of New York. Press releases: Surviving the Russian winter – an investor’s guide. // 1998. -March.
49. Mark A. Saunders, American Depository Receipts: An Introduction to U.S.A. Capital Markets For Foreign Companies. // Fordham International Law Journal. -1994. -№ 17. - С.53-54.

При написании работы была использована информация, расположенная на следующих сайтах сети Интернет:

1. <http://quote.yahoo.com>
2. <http://www.adr.com>
3. <http://www.akm.ru>
4. <http://www.bankofny.com/adr>
5. <http://www.blockdata.com>
6. <http://www.bloomberg.com>
7. <http://www.citibank.com>
8. <http://www.invent.ru>
9. <http://www.micex.ru>
10. <http://www.nyse.com>
11. <http://www.pinksheets.com>
12. <http://www.rbc.ru>
13. <http://www.rtsnet.ru>
14. <http://www.sec.gov>
15. http://www.telegraph.ru/business_adr
16. <http://www.moneyworld.co.uk>

