

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра « Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

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

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему:

«АДР на акции российских компаний: механизм выпуска,
условия обращения, взаимосвязь динамики цен на базовый
актив и АДР»

Выполнила студентка гр. К-5-5
Романова Ольга

Научный руководитель:
проф. Рубцов Б.Б.

Консультант:
доц Литвиненко А.Ф.

Москва 2002 г.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	стр.3-5
Глава 1 Механизм выпуска и размещение американских депозитарных расписок	
1.1 АДР: понятие, виды, уровни программ	стр.6-13
1.2 Основные этапы выпуска АДР	стр.14-27
1.2.1 Соглашение с депозитарным банком	стр.28-34
1.2.2 Соглашение с кастодиальным банком	стр.34-40
1.2.3 Договор об андеррайтинге.....	стр.40-47
Глава 2 Условия обращения американских депозитарных расписок	
2.1 Механизм обращения АДР	стр.48-53
2.2 Вопросы законодательства	стр.54-59
2.2.1 Требования для регистрации американских депозитарных расписок в Комиссии по ценным бумагам и биржам США и условия листинга на бирже	стр.59-68
2.2.2 Правовые проблемы, связанные с программами выпуска американских депозитарных расписок российскими компаниями.....	стр.69-75
Глава 3 Взаимосвязь динамики цен на АДР и базовый актив	
3.1 Общий анализ рынка акций российских компаний в связи с рынком АДР	стр.76-94
3.2. Анализ взаимосвязи цен на АДР и лежащие в их основе акции российских эмитентов.	стр.94-106
Заключение	стр.107-109
Приложение 1	
Приложение 2	
Приложение 3	
Список использованной литературы	

Введение

Следствием глобализации мировой экономики за последние двадцать лет стало значительное усиление интернационализации мировой экономики и в том числе тенденции к формированию международного фондового рынка. Этот процесс дает возможность формирования эффективно работающего финансово-информационного пространства, в котором: во-первых, создаются благоприятные условия для инвестирования (при этом обеспечивается защита инвесторов); во-вторых, разрушаются административные барьеры между странами, что также способствует интеграции национальных экономик и появлению новых инструментов фондового рынка в том числе; в-третьих, интеграция в мировую систему позволяет национальным рынкам привлекать иностранные инвестиции.

Вопрос привлечения иностранного капитала всегда являлся актуальным для развивающегося российского рынка, остается он таковым и до сих пор. Одним из эффективных и надежных инструментов для привлечения иностранного капитала является американская депозитарная расписка (АДР).

Рынок американских депозитарных расписок (АДР) по сравнению с существованием рынка акций нельзя назвать давно существующим на фондовом рынке. Впервые выпуск АДР был осуществлен на акции британской компании в 1927 году, организованный компанией Morgan Guaranty. С 1950-х годов американские депозитарные расписки начали активно котироваться в США.

АДР на акции российских компаний впервые начали котироваться на американском фондовом рынке только в конце 1995 года. С 1996 года интерес к этому инструменту отечественных предприятий стал неуклонно возрастать. Сегодня число компаний, выпустивших АДР на свои акции, достигло приблизительно шестидесяти.

Процесс глобализации затронул и рынок АДР Справедливости ради следует отметить, что помимо АДР существуют также такие инструменты, как американские депозитарные акции (АДА), глобальные депозитарные расписки (ГДР) и акции (ГДА).

«Американская депозитарная акция – это деноминированная в долларах США ценная бумага, подтверждающая право собственности ее владельца на определенное количество акций или облигаций иностранной (для США) компании, выпущенных за пределами Соединенных Штатов в стране инкорпорации такой иностранной компании. АДА не выпускаются на акции или облигации американских компаний»¹.

В то время как АДР – это сертификат, подтверждающий права на определенное количество АДА.

В 1990 году американский «Ситибэнка» разработал и впервые выпустил глобальные депозитарные акции (ГДА) на акции корейской компании «Самсунг», которые были размещены на фондовых рынках стран Западной Европы. Разница между АДА и ГДА, также как и между АДР и ГДР, заключается в том, что ГДА и ГДР позволяют осуществлять иностранным компаниям (по отношению к США) «глобальные размещения» в соответствии с Положением S Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США (SEC). Их выпуск и обращение регулируются законодательством той страны, в которой эти размещения были осуществлены.

Поскольку АДР является весьма популярным инструментом на зарубежных фондовых рынках, а также помогает решить вопрос с нехваткой иностранного капитала (что и сейчас является актуальной проблемой) российским компаниям, то данная дипломная работа будет посвящена именно этому инструменту.

Дипломная работа состоит из трех глав. Первая глава раскрывает понятие АДР, их виды и уровни программ, дает характеристику основных этапов выпуска АДР. В ней будет рассмотрена роль основных участников выпуска АДР, и особое внимание

¹ Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001, с 17

будет сконцентрировано на трех из них: депозитарном и кастодиальном банках и банке-андеррайтере. Также первая глава раскрывает содержание договоров, заключаемых с этими банками, на которых и строятся отношения выпуска АДР.

Во второй главе будет рассматриваться процесс обращения АДР, выпускаемых на акции российских компаний, на американском фондовом рынке, а также связанные с этим вопросы законодательства. Особое внимание будет уделено требованиям к иностранным эмитентам, необходимым для регистрации АДР в SEC и условиям листинга на одной из американских фондовых бирж. Будет проведен анализ правовых проблем, связанных с программами выпуска АДР российскими компаниями, и будут предложены возможные варианты решения некоторых проблем.

В третьей главе анализируется рынок акций российских компаний, выпустивших на них АДР в целом, рыночная активность, а также будет произведен анализ относительно взаимосвязи влияния динамики цен на АДР и базовый актив на основе расчетов корреляции по трем российским компаниям: «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть».

При написании дипломной работы были проанализированы основные источники права Российской Федерации о ценных бумагах и фондовом рынке, затрагивающие 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.

1. Глава Механизм выпуска и размещение американских депозитарных расписок

1.1 АДР: понятие, виды, уровни программ

На сегодняшний день экономистами дается несколько определений понятия «американская депозитарная расписка», однако многие определения не в полной мере дают представление о том, что же все-таки представляют собой АДР.

Юридическое определение, данное Ратниковым К.Ю. («под американской депозитарной распиской понимается *свободнообращающийся сертификат, подтверждающий права его держателя на определенное количество американских депозитарных акций* (также как сертификат на акции подтверждает права его держателя на определенное количество акций компании)») является наиболее полным и более всего соответствует определению АДР, которое дано в законодательстве США².

Определение Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее SEC или Комиссия): *американская депозитарная расписка* - это выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право на определенное количество американских депозитарных акций (далее АДА), которые, в свою очередь, предоставляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранного частного эмитента³.

Таким образом, можно сделать вывод, что АДР – это:

- во-первых, *свободнообращающийся сертификат*, выпущенный американским депозитарием, как правило, крупным банком, подтверждающий право на определенное количество американских депозитарных акций, которые в свою очередь предоставляют право

²Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001, с 18

³Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001

собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранного частного эмитента;

- во-вторых, является простым примером производной ценной бумаги, базовый актив которой составляют ценные бумаги (акции или облигации) иностранного эмитента.⁴

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.

Долгое время считалось, что АДР и АДА являются ценными бумагами и представляют собой эквивалентные инструменты фондового рынка. Согласно законам США «О ценных бумагах» (Securities Act of 1933) 1933 г. и «О фондовых биржах» (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.

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.

Разобравшись с понятием АДР, необходимо отметить, что расписки имеют несколько видов и уровней программ. Основным является деление АДР на два вида: спонсируемые, которые подразделяются на четыре уровня программ, и неспонсируемые.

Неспонсируемые проекты проводятся, как правило, американским депозитарием и обычно в трех случаях. Во-первых, когда он, изучив конъюнктуру фондового рынка, сам пришел к выводу о прибыльности продажи инвесторам ценных бумаг в форме депозитарных расписок. Во-вторых, когда владелец крупного пакета ценных бумаг иностранного эмитента или американский брокер, ожидающие прибыль от

такого проекта, поручают ему выпустить депозитарные расписки. В третьих, по договоренности с иностранным эмитентом, желающим после проведения неспонсируемого проекта провести спонсируемый у того же депозитария. На практике последний случай является самым распространенным.

Неспонсируемый выпуск АДР осуществляется исключительно на те ценные бумаги, которые находятся уже в обращении. Такой выпуск не контролируется эмитентом ценных бумаг, а происходит по инициативе владельца (акционера или группы акционеров). Положительным для компаний развивающихся стран, и для российских эмитентов в частности, является то, что к выпуску таких АДР SEC предъявляет минимальные требования по предоставлению финансовой отчетности о деятельности эмитента, на чьи акции будет производиться выпуск. При регистрации неспонсируемых программ АДР Комиссия требует представления документов, подтверждающих лишь соответствие деятельности акционерного общества законодательству, действующему в стране эмитента. Однако обращаться и котироваться эти ценные бумаги могут только на неорганизованном рынке (OTC Market) через «Бюллетень Борд» Национальной ассоциации дилеров фондового рынка (НАСД), а также через ежедневный справочник «Розовые страницы». Торговля неспонсируемыми АДР в данном случае ведется путем обмена информацией и заключения сделок по телефону.

«В целях защиты рынка SEC постановила, что если существует спонсируемый проект депозитарных расписок, то ни один депозитарий не может продублировать его теми же бумагами иностранного частного эмитента. Это допускается Комиссией в отношении неспонсируемых проектов АДР. Другие депозитарии могут выпускать неспонсируемые АДР, не спрашивая согласия эмитента и первого депозитария»⁵.

⁴ Фельдман А. Б. Курс лекций по теме «Производные ценные бумаги».

⁵ Внешнеэкономический Бюллетень, №5, 1999, стр 61

Основные отличия неспонсируемых проектов от спонсируемых заключаются в следующем:

- возможность участия нескольких депозитариев в одном проекте;
- ограничения по раскрытию информации, связанные с неучастием эмитента в проекте выпуска депозитарных расписок;
- покрытие расходов, связанных с проведением проекта, за счет держателей неспонсируемых депозитарных расписок.

Выпуски спонсируемых АДР производятся по инициативе самого эмитента ценных бумаг и могут осуществляться как на ценные бумаги, находящиеся в обращении, так и на новые выпуски. Выделяют несколько уровней программ спонсируемых выпусков: первый, второй и третий и по Правилу 144A/REG S.

В основе деления спонсируемых выпусков АДР на программы разного уровня лежат цели выпуска АДР. Задачи, которые ставит перед собой российский эмитент, могут быть различные, однако среди них можно выделить две основные: либо привлечение нового капитала, либо расширение круга инвесторов. И уже в зависимости от этого компания выбирает уровни программ АДР наиболее соответствующие одной из них и далее определяет для себя, будет ли она последовательно проходить все уровни программ или же будет осуществлять выпуск АДР, например, сразу третьего уровня.

Если целью компании является привлечение нового капитала, то она может осуществлять последовательный переход от уровня к уровню. В этом случае компания начинает выпуск АДР с программы первого уровня. Это означает для эмитента выход на международный рынок, повышение ликвидности акций, а, следовательно, и рост цен на акции.

Выпустив сначала АДР первого уровня и подняв цену акций, можно перейти на второй уровень с возможностью листинга на американских фондовых биржах. На

этом этапе гораздо большее число инвесторов начинает вкладывать свои деньги в эти инструменты рынка, поскольку требования фондовых бирж США для прохождения листинга и требования SEC предъявляемые к иностранным эмитентам во много раз усиливаются, а, следовательно, и повышается доверие к компаниям.

Программа же АДР третьего уровня предусматривает их публичное предложение и новый выпуск в форме АДР с одновременным выходом на одну из американских бирж.

В итоге после всего сказанного уровни программ АДР можно охарактеризовать следующим образом:

Первый уровень. АДР выпускаются на уже существующие акции. В этом случае не требуется регистрация в Комиссии США. АДР этого уровня обращаются на внебиржевом рынке, цены на которые ежедневно публикуются и выставляются National Quotation Bureau в «розовых листках» или в электронном бюллетене OTC Bulletin Board (для ценных бумаг, не прошедшие листинг на биржах или торгуемых на НАСДАК). Однако для того, чтобы быть напечатанными в OTC Bulletin Board АДР, должна быть зарегистрирована в SEC. Программа первого уровня служит цели повышения ликвидности уже существующих акций, более высокой их оценки. В данном случае брокеры покупают акции на вторичном рынке, и на них банк депозитарий выпускает АДР. Проект АДР первого уровня влечет за собой минимальные расходы на организацию и отличается минимальными требованиями к раскрытию информации эмитентом в соответствии с американскими стандартами ведения бухгалтерского учета (U.S.GAAP).

Второй уровень. АДР выпускаются на существующие акции, но при этом требуется регистрация в SEC США, правила которой не позволяют их открытое размещение, и отчетность по стандартам U.S.GAAP. Второй уровень АДР позволяет им обращаться на внебиржевом рынке. Существенным преимуществом данного

уровня по сравнению с первым является право листинга АДР на таких крупнейших фондовых биржах США, как NYSE или AMEX, и НАСДАК.

Третий уровень уже преследует иную цель выпуска, то есть предусматривает привлечение нового капитала, требует регистрации в SEC, позволяя осуществить открытое предложение АДР в США, и отчетности по американским стандартам ведения бухгалтерского учета. Эту программу называют еще публичным предложением. Это может быть и неспонсируемый выпуск и первичная эмиссия. К эмитенту - организатору программы АДР третьего уровня применяются наиболее полные требования со стороны Комиссии США в части регистрации программы и предоставления полной отчетности по эмитированным ценным бумагам. Данный проект выпуска АДР является также самым затратным по стоимости своего осуществления.

Прежде чем говорить о размещении АДР по Правилу 144A/REG S необходимо внести некоторую ясность о том, что регулирует Правило 144A и Положение S.

В периодической литературе встречается деление программ АДР на 4 уровня, последний из которых – Правило 144A/REG S. Однако это не совсем верно для данной работы, поскольку АДР, выпускаемые именно в соответствии с Правилу 144A, предназначены для торговли только на территории США. Положение S же дает возможность иностранным инвесторам торговать АДР на других, зарубежных по отношению к США, рынках. Подробнее данный аспект законодательства будет рассмотрен в следующей главе данной работы.

Исходя из вышесказанного, и с учетом того, что данная дипломная работа посвящена именно американским депозитарным распискам, речь пойдет только о Правиле 144A. Эту программу также называют программой «частного размещения». Она предусматривает, что целью эмитента является привлечение нового капитала именно на американском фондовом рынке. В соответствии с этим правилом: 1) не

требуется регистрация в SEC, 2) АДР продаются только квалифицированным институциональным инвесторам (или QIB) и только на территории США, 3) могут обращаться на внебиржевом рынке. Частное размещение АДР по Правилу 144А происходит в системе ПОРТАЛ. Это может быть и первичная эмиссия. Данная программа позволяет привлечь прямое дополнительное финансирование российскому эмитенту с максимальным упрощением официальных процедур предоставления информации и регистрации по американским законам. Однако такое упрощение процедур компенсируется сокращением базы потенциальных стратегических инвесторов.

Размещение по Правилу 144А имеет смысл, если определен стратегический инвестор и с ним существует договоренность у российского предприятия о цене размещения и условиям сделки. В обратном случае целесообразным является проведение открытого размещения на рынке, что позволяет получить максимальную стоимость от привлечения инвестиций.

Классификацию спонсируемых депозитарных расписок можно увидеть в Приложении 1.

Таким образом, выпуск АДР первого и второго уровней не предполагает выпуск дополнительных акций – это лишь механизм, расширяющий возможность торговли существующими акциями, позволяющий повысить капитализацию компании. В то время как АДР третьего уровня и выпущенные по Правилу 144А предусматривают привлечение нового капитала, при этом также повышая ликвидность и репутацию компании.

Сегодня только три российские компании провели успешно эмиссию АДР третьего уровня: «Вымпелком», «МТС» и «Вимм-Билль-Данн». «Вымпелком» является первой российской компанией, которая прошла листинг на NYSE. Это видно из Приложения 2.

Несмотря на то, что число российских компаний, реализующих АДР второго уровня, растет, преобладающими остаются программы АДР первого уровня. Преобладание этих программ в настоящий момент говорит о том, что российские предприятия продолжают делать только первые шаги на международный рынок. Так же это связано с дороговизной и высокими требованиями к финансовой отчетности, присущими программам высших уровней и с целями, которые преследуют компании.

При отсутствии обострений в политической и экономической сферах в России можно ожидать дальнейшего увеличения количества программ третьего уровня в целом и со стороны тех компаний, которые сейчас только начинают прокладывать путь на международный рынок с помощью АДР.

1.2 Основные этапы выпуска АДР

Определившись с понятием американских депозитарных расписок и уровнями программ, можно говорить об этапах осуществления их выпуска. Они будут выделены для уровней программ АДР, требующих регистрацию в Комиссии, поскольку это дает наиболее полное представление обо всей схеме. Помимо этого в данной главе будет рассмотрено значение каждого из субъектов отношений выпуска АДР, но основное внимание будет уделено трем из них, играющих ключевую роль: банку-депозитарию, банку-хранителю, андеррайтеру, и соответственно договорам, заключенным с ними.

Для того чтобы российская компания смогла начать процесс выпуска АДР ей необходимо создать команду, которая будет содействовать в осуществлении этого проекта.

Прежде всего, необходимо заручиться поддержкой американского банка-депозитария, одного из основных участников программы выпуска. При выборе российской компанией иностранного банка-депозитария для проведения проекта выпуска АДР должны быть оценены его операционные (наличие и уровень средств по ведению реестра собственников АДР) и административные (общий опыт работы и опыт работы с зарубежными компаниями) возможности, качество и стоимость услуг, а также репутация на рынке.

Необходимо убедить потенциального стратегического партнера, что дальнейшее совместное сотрудничество будет взаимовыгодным. Для этого потребуется предоставить банку информацию о: 1) капитализации эмитента, 2) ликвидности акций, 3) структуре акционерного капитала, 4) истории жизни акций на фондовом рынке, 5) финансовые и производственные показатели деятельности. Данную информацию российская компания может представить в виде: либо годового отчета,

либо информационно-аналитического обзора (Equity Research), либо отчета по оценке рыночной стоимости акций.

И здесь компании не обойтись без юридического консультанта, который знает законодательство США. Это также является существенным моментом в подготовке к выпуску АДР. От успешности осуществления контактов с юристами, а впоследствии и с SEC, во многом будет зависеть цена организации программы. В докризисной практике встречались случаи, когда услуги юриста оплачивал банк-депозитарий, рассчитывая на будущие прибыли от обслуживания программы. На этом можно было сократить издержки на 40-60 тыс. долл.⁶

Приблизительная же стоимость программы выпуска АДР первого уровня по подсчетам специалистов, работающих в ФКЦБ, может составить от 20 до 50 тыс. долларов и более, второго - 200-500 тыс. долларов и более, третьего и по Правилу 144А может стоить от 100 до 900 тыс. долларов США и более⁷. Эти суммы являются приблизительными, поскольку все зависит от величины российской компании, от состояния его финансовой отчетности и других факторов. Также надо не забывать о том, что услуги квалифицированного юриста также обойдутся компании недешево.

Затем российскому эмитенту совместно с депозитарным банком также необходимо будет найти кастодиальный банк, который играет немаловажную роль в выпуске и будет вести учет акций, являющихся основанием для выпуска АДР на рынке США.

Следует учитывать, что при первичном размещении учитываются и услуги андеррайтера – еще одного участника отношений выпуска. Это тоже является далеко недешевой услугой.

При регистрации же АДР второго и третьего уровней обязательно наличие аудиторского заключения о состоянии дел компании.

⁶ Черваков И. «АДР. С чего начать?» // Рынок ценных бумаг, 2000, №8

После того, как найдены все участники отношений, начинается сам процесс выпуска и размещения АДР, включающий в себя несколько этапов, подписание договоров. Выпуск и размещение АДР проходят в соответствии с правилами SEC и положениями основных законов США (Законов 1933 и 1934 годов), регулирующих деятельность фондового рынка США.

В связи с этим выпуск американских депозитарных расписок можно разделить на три этапа, которые выделяются по временному признаку:

- 1) до подачи регистрационного заявления в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США («pre-filing period»);
- 2) непосредственно регистрация документов в SEC («the waiting period» или «cooling-off period»);
- 3) после регистрации эмиссии в SEC («the post-effective period»).

Первый этап выпуска включает в себя юридическую проверку компании и подготовку регистрационного заявления и проспекта эмиссии.

По закону «О ценных бумагах» 1933 года под проспектом эмиссии понимается письменное или транслируемое по телевидению/радио предложение о покупке ценных бумаг.

Приняв решение о выходе на международный рынок капитала, российская компания должна проявлять максимальную открытость и оказывать андеррайтерам и юристам любую помощь. Для подготовки регистрационного заявления и проспекта эмиссии, а также для осуществления юридической проверки компании создается рабочая группа, в которую входят руководители и сотрудники компании, представители американского банка-депозитария, андеррайтеров, внешних и внутренних юридических консультантов и аудиторских фирм.

⁷ Рынок ценных бумаг, 1996, №3

Юридическая проверка длится, как правило, от одного до трех месяцев. Неготовность компаний предоставить информацию о себе часто влечет откладывание момента выпуска АДР.

Большая часть информации проанализированной в ходе юридической проверки, впоследствии становится частью проспекта эмиссии, являющегося частью регистрационного заявления в SEC США. На практике подготовка проспекта и проведение юридической проверки идут одновременно. Экономическую часть проспекта, включающую финансовые показатели и описание деятельности компании, готовят представители андеррайтеров, а юристы отвечают за правовое содержание документа.

После проверки юридическим консультантом готовится заключение и иногда отчет о ней.

Также при подготовке регистрационного заявления необходимо учитывать, что право США налагает жесткие ограничения на раскрытие информации о компании и ее ценных бумагах до регистрации эмиссии SEC. Любое публичное заявление, имеющее целью вызвать интерес инвесторов к ценным бумагам компании, может повлечь перенос сроков Комиссией или отказ в регистрации заявления.

По законодательству США регистрационное заявление может быть зарегистрировано SEC до официального объявления цены всего выпуска АДР и размера комиссионного вознаграждения андеррайтеров. Такая информация становится известной лишь по результатам изучения рынка андеррайтерами. При определении цены предлагаемых к размещению АДР также является важным фактором спешность их размещения среди инвесторов. Кроме того, разрешается не указывать в предварительном проспекте наименования андеррайтеров и при необходимости количество АДР. SEC вправе зарегистрировать такое заявление, и многие российские компании воспользовались этими привилегиями.

Сведения, которые не указываются в предварительном проспекте эмиссии, впоследствии подлежат представлению в Комиссию в «окончательном проспекте». На практике размер стоимости и количество АДР объявляются банками-андеррайтерами, как правило, за неделю до проведения торгов АДР. В день закрытия сделки подписывается договор об андеррайтинге, а на следующий – регистрируется окончательный проспект. Иногда разрешается зарегистрировать проспект эмиссии, в котором указывается большее количество АДР, чем предполагается разместить, что облегчает процесс их нового выпуска. Для выпуска новой партии компания должна предоставить в SEC поправку в регистрационное заявление, которая будет содержать информацию о компании, не зафиксированную на дату подачи регистрационного заявления.

Вторым этапом является период ожидания регистрации документов. В основном этот этап сводится к проведению банками-андеррайтерами и российской компанией так называемых «роуд шоу» - презентаций, которые заключаются в общении с инвесторами. Во время особо крупных размещений АДР российскими компаниями и андеррайтерами, создавались несколько рабочих групп, состоявшие из специалистов по инвестициям и российского менеджмента, для проведения такого рода презентаций.

Роль андеррайтеров сводилась к проведению консультаций с потенциальными инвесторами и составлению списка возможных покупателей, которые только показывали свою заинтересованность, но не связывали себя юридическими обязательствами купить ценные бумаги. Данные списки являются важным индикатором, показывающим интерес рынка к ценным бумагам российских компаний. Такого рода практика «предварительного согласия на покупку» весьма распространена в проектах АДР.

Однако на данной стадии также существует ряд законодательных ограничений, которые обязаны соблюдать: российская компания, банк-депозитарий и андеррайтер. На этом этапе запрещается продавать ценные бумаги до регистрации регистрационного заявления, иными словами запрещается акцепт инвестором любых предложений к продаже. В связи с этим накладываются определенные ограничения на форму оферты, а именно: разрешаются только устные предложения. В противном случае предложение возможно только в форме «предварительного проспекта».

Есть ограничения, которые действуют и в течение третьего этапа также. К ним можно отнести, например, недопущение SEC проведения никаких пресс-конференций в США или запрет на интервью «один на один» с каким-либо американским печатным изданием или неамериканским, но имеющим широкое распространение в США. К этой же категории можно отнести запрет на упоминание о размещении АДР на выступлениях и иных презентациях в США, которые должны предварительно согласовываться с банками-андеррайтерами.

Иными словами, на этом этапе выпуска АДР право США в целом запрещает активные действия, направленные на рекламу своих ценных бумаг до завершения размещения АДР либо в течение 40 дней после начала размещения АДР.

«Размещение ценных бумаг считается «завершившимся» после продажи синдикатом банков-андеррайтеров всего пакета ценных бумаг, представленных АДР, и завершения всех стабилизирующих процедур, предпринятых от имени всего синдиката в целом.»⁸.

Отдельно в законодательстве США оговаривается программа размещения АДР по Правилу 144А, которое гласит, что компании необходимо воздерживаться от проведения в США широкого оповещения о предложении и рекламы. Иными словами, запрещено опубликование, передача любых рекламных материалов в СМИ,

проведение семинаров и встреч в США, используя рекламу. Выездные презентации, на которых участвуют только квалифицированные институциональные инвесторы, к этому понятию не относятся.

Третий завершающий этап выпуска и размещения АДР. С момента регистрации проспекта эмиссии российская компания может использовать любые средства массовой информации для продажи ценных бумаг с помощью АДР. Однако, как это было указано выше, ряд ограничений действует и на этой стадии выпуска. Эти ограничения применяются вплоть до завершения размещения АДР, либо до истечения 40 дней после его начала. Задача компании и андеррайтеров на этом этапе – ограничить размещение АДР в США и потоки информации, получаемой инвесторами. Для этого российская компания должна обеспечить андеррайтеров необходимым количеством копий проспекта эмиссии. В дополнение к зарегистрированному проспекту андеррайтеры сами могут высылать инвесторам и другие материалы о ценных бумагах, соответствующие стандартам НАСД.

После того как проспект зарегистрирован, будущие покупатели из списка, составленного во время презентаций, имеют право на акцепт сделки, и с ними могут быть заключены договоры купли-продажи АДР.

Процедура выкупа, как правило, регулируется также договором с банками-андеррайтерами и депозитным соглашением с американским банком-депозитарием, регулирующим выпуск АДР.

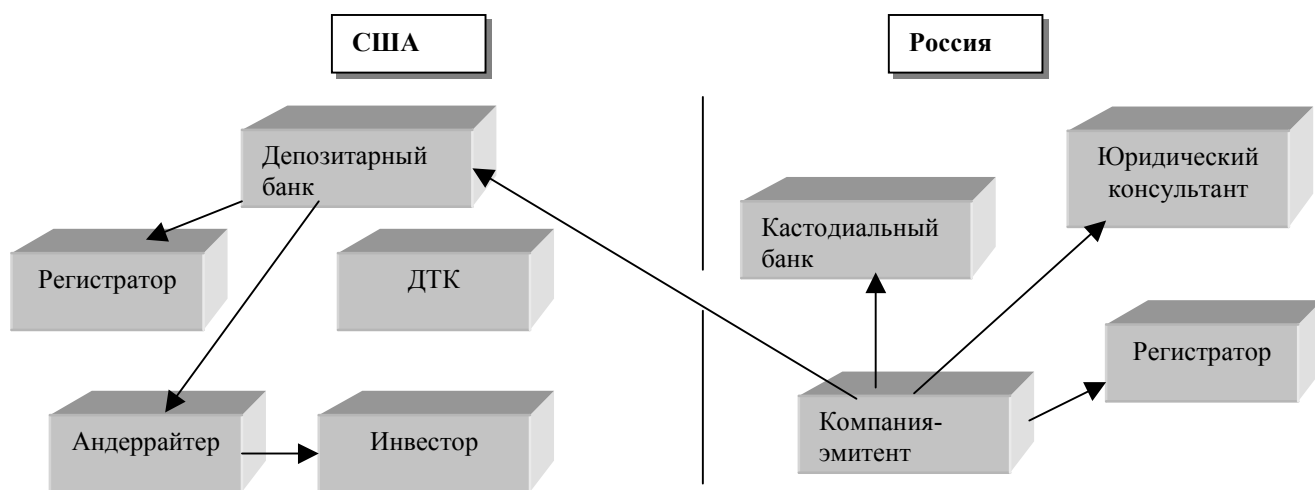
Достигнутая договоренность о сделке купли-продажи на втором этапе, может быть совершена тогда, когда инвестор получит зарегистрированный проспект от андеррайтера вместе со специальным извещением о сделке. После подтверждения покупки, ценные бумаги считаются перешедшими в собственность инвестора.

⁸Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001

Рассмотрев все этапы выпуска и размещения АДР необходимо сказать о той роли, которую выполняют субъекты (банки и компании) участвующие в этих отношениях.

Состав основных участников (юридических и физических лиц) при выпуске, размещении и обращении АДР на рынке, как правило, включает:

- 1) российскую компанию – эмитента акций,
- 2) российского регистратора,
- 3) юридического консультанта,
- 4) банк-хранитель или кастодиальный банк,
- 5) иностранный банк-депозитарий,
- 6) иностранного регистратора (на сегодняшний день обычно этим занимается банк-депозитарий),
- 7) депозитарную трастовую компанию (далее ДТК)
- 8) андеррайтер (как правило, им является крупный банк)
- 9) инвестор.



Безусловно, одной из ключевых фигур в процессе выпуска расписок выступает *российская компания-эмитент акций* или ее акционеры, потому что в основном именно им принадлежит инициатива выпуска АДР, которые, как это уже не раз было

сказано выше, выпускаются на уже обращающиеся или на новые выпуски акций. Российская компания заключает договора с российскими регистратором и кастодиальным банком и американским банком-депозитарием, также пользуется услугами юридического консультанта.

Ее роль заключается в том, что она берет на себя обязательство нести всю полноту ответственности за любые действия, совершенные российским регистратором. Это подтверждается статьей 44 ФЗ «Об акционерных обществах»: общество, поручившее ведение и хранение реестра акционеров специализированному регистратору, не освобождается от ответственности за его ведение и хранение.

Кроме того, российская компания также ответственна перед владельцами АДР за не предоставление депонированных в российском кастодиальном банке ценных бумаг в случае погашения АДР, а также за не распределение денежных средств или имущества, подлежащего передаче владельцам.

Еще одной ключевой фигурой является американский банк-депозитарий. В программах АДР он одновременно выполняет депозитарные функции, является держателем реестра и трансфертным агентом, а также администратором-распорядителем проекта. Также американский депозитарий ведет «книги учета», где регистрируется каждая АДР, которая после надлежащего оформления может быть передана покупателю.

Роль банка-депозитария в программе следующая:

- депозитарий (выпуск расписок и их аннулирование);
- трансфертный агент (перерегистрация расписок, ведение реестра владельцев, распределение дивидендов, рассылка бюллетеней для голосования, предоставление акционерам необходимой информации об эмитенте);
- администратор (содействие в организации программы, обеспечение соответствия программы законодательству, корректировка программы при

наличии корпоративных изменений, информирование о продвижении программы).

Комиссия за выпуск депозитарных расписок и их аннулирование является основным доходом банка от данной программы.

Ведущими банками по организации новых спонсируемых программ депозитарных расписок являются The Bank of New York, Citibank и Morgan Guaranty.

Следующий участник кастодиальный банк или банк-хранитель. Термин банк-хранитель является дословным переводом с английского языка («custodian bank»). С точки зрения российского права банк-хранитель является профессиональным участником рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на осуществление депозитарной деятельности. В связи с этим его также можно именовать: *российским банком-депозитарием*. Однако для того, чтобы не было путаницы, останется американский вариант - кастодиальный банк или банк-хранитель.

Кастодиальный банк должен отвечать требованиям Правила 17f-5. В соответствии с Правилom 17f-5 под *кастодианом* подразумевается:

- национальный по капиталу банк или трастовая компания, имеющая акционерный капитал не менее 200 млн. долл.;
- филиал банка США, зарегистрированный по местному законодательству с акционерным капиталом не менее 100 млн. долл.;
- центральный в данной стране депозитарий или клиринговая компания;
- 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 в Москве получил «приказ

об освобождении» от требования к акционерному капиталу в связи с высокой репутацией головного банка и сейчас выполняет функции кастодиана.

Как было указано выше, российские ценные бумаги, представленные АДР, депонируются в российском банке-хранителе, который должен иметь лицензию, на территории России. Для этого в проектах АДР используют только те банки-хранители, которые получили от Комиссии специальное разрешение. В 1995 г. первое такое разрешение было выдано российскому дочернему банку американского Chase Manhattan Bank. Вслед за ним в 1996-1999 г. разрешения получили большинство дочерних компаний и банков, принадлежащих иностранным международным финансовым институтам. В основном же банки пользуются услугами российских банков-хранителей. Среди них, как правило, используются российские банки со стопроцентным иностранным капиталом, созданные зарубежными банковскими структурами с разветвленной международной сетью. Наиболее часто в проектах АДР прибегают к услугам «ИНГ Банк (Евразия) ЗАО».

Основные функции кастодияльных банков в проектах АДР сводятся к следующему:

- получение ценных бумаг российской компании на хранение и дивидендов;
- осуществление хранения и учета депонированных ценных бумаг (регулярная проверка реестра владельцев ценных бумаг, который ведется российским регистратором, представление докладов о результатах таких проверок американскому банку-депозитарию);
- передача депонированных ценных бумаг лицам, указанным в инструкциях американского банка-депозитария (по его поручению и после представления необходимых документов).

Если в стране существуют физические сертификаты акций, то кастодиан обязан также хранить эти акции, на основании которых потом выпускаются АДР. Для

большинства российских предприятий, на акции которых выпущены депозитарные расписки, акции существуют в электронной форме, и физических сертификатов нет. В этом случае в функции кастодиана входит помощь в перерегистрации акций на имя номинального держателя, то есть банка-депозитария, и получения выписок со счетов реестродержателя. Банк-хранитель подтверждает, что акции перешли на имя банка-депозитария, и это служит основанием для выпуска АДР.

Российский банк-хранитель обязуется выполнять и ряд других условий и требований, предъявляемых к нему, которые подробнее будут рассмотрены в кастодиальном договоре.

В США существует *Депозитарная Трастовая Компания (ДТК)*, в которой также депонируются физические сертификаты АДР. ДТК является единым депозитарным центром для таких ценных бумаг. Данная система обеспечивает возможность оплаты в день совершения сделки, а также используется для распределения дивидендов и иных выплат. ДТК также выступает в роли кастодиана и предоставляет свои услуги в данном качестве более чем 500 брокерам и банкам-участникам и их более чем 4400 банкам- и брокерам-корреспондентам.⁹ ДТК является членом Федеральной резервной системы и главным образом регулируется SEC.

В ДТК все АДР, предлагаемые к продаже в США, как правило, регистрируются на имя номинального держателя – «Седе энд Ко». Для этой цели по правилам ДТК ей передается единый американский сертификат депозитарной расписки, представляющий весь транш АДА.

ДТК является номинальным держателем всего выпуска АДР в США. Однако, возможны и исключения, когда собственник АДР по тем или причинам регистрирует ценные бумаги в реестре АДР на свое имя. Здесь возникает проблема, которая заключается в том, что в последнем случае при совершении сделки с АДР

⁹ информация взята с официального сайта «Ситибэнк»: www.citibank.com

необходимо внести соответствующее изменение в реестр, что занимает определенное время и увеличивает сроки сделки.

Андеррайтинг - это гарантированное (полное или частичное) приобретение оператором фондового рынка выпуска ценных бумаг в процессе их первичного размещения по фиксированной цене. Таким образом, андеррайтер принимает на себя риск неразмещения эмиссии. Закона США 1933 г. определяет андеррайтера как лицо, которое:

- приобретает ценные бумаги у их эмитента (лица, подконтрольного эмитенту) с целью их последующего размещения;
- предлагает и продает от имени эмитента его ценные бумаги в процессе размещения таких ценных бумаг.
- участвует в размещении напрямую или через посредника.

Отсюда и роль андеррайтера в выпуске АДР: первичное их размещение на базе различных условий.

В США андеррайтингом занимаются в основном инвестиционные подразделения банковских холдингов, и эта деятельность, как правило, не лицензируется.

Андеррайтинг бывает трех видов: полностью гарантированный, с приложением максимальных усилий и «все или ничего» (выпуск отзывается, если не удается продать его полностью).

Иностраным регистратором в депозитном соглашении называется любой банк или трастовая компания, которая назначается для ведения реестра и регистрации и учета АДР и их передачи покупателям. Насколько это известно, сейчас американские банки-депозитарии в основном сами выполняют функции регистраторов и не прибегают к услугам других компаний.

Российским регистратором является юридическое лицо, которое ведет реестр российских акций, а также любой правопреемник этого лица и любого другого агента, назначенного российской компанией для передачи и регистрации акций.

В соответствии с требованиями российского законодательства акционерное общество с количеством акционеров – владельцев обыкновенных акций более 500 обязано поручить ведение реестра акционеров специализированному регистратору – п.3 ст. 44 ФЗ «Об акционерных обществах». На практике почти все российские компании, ценные бумаги которых торгуются в форме АДР, назначили профессиональных регистраторов для ведения реестров акционеров. Российский регистратор также обязан в кратчайшие сроки в письменном виде уведомлять банк-депозитарий обо всех изменениях в реестре акционеров, отказах в регистрации или перерегистрации того или иного акционера, об утере возможности соблюдения условий депозитного договора и его нарушениях.

Для выпуска АДР необходим также *профессиональный юридический консультант*. Его роль, как это было уже сказано, сводится к осуществлению грамотной юридической проверки компании. Данная проверка включает в себя беседы с руководством самой компании и ее дочерних и зависимых обществ и проверку основных документов для получения достоверной информации. На основании полученной информации составляется заключение, которое касается приватизации компании и выпускаемых ею ценных бумаг, акции или облигаций. В ряде случаев готовится отчет о юридической проверке, являющийся документом внутреннего пользования банков-андеррайтеров. Этот отчет обычно включает: структуры уставного капитала компании и органов управления, уровень иностранного участия, прав компании в отношении имеющегося имущества, деятельности регистратора ценных бумаг компании, проверка лицензий, существенных контрактов и сделок и др. Также консультант оказывает юридическую

поддержку и во время последующего обращения АДР. Наиболее известные компании, которые имеют представительства в России: Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton and Milbank, Tweed, Hadley & McCloy.

1.2.1 Соглашение с депозитарным банком

Ключевым соглашением, регулирующим выпуск, обращение и погашение АДР, является депозитный договор, заключаемый между американским банком-депозитарием и российской компанией, ценные бумаги которой представлены АДР. Каждый собственник АДР также становится стороной депозитного договора с момента перехода к нему права собственности на АДР. Содержание данного договора адаптируется под тип проекта АДР, что позволяет учитывать в нем особенности регулирования каждого вида депозитарных расписок. К депозитному договору прилагается форма американской депозитарной расписки, утвержденная банком-депозитарием и российской компанией. Необходимо отметить, что форма АДР содержит основные положения депозитного договора и представляет собой условия выпуска, обращения и погашения АДР.

Таким образом, депозитный договор является основным юридическим документом, регулирующим проекты АДР.

По российскому законодательству при его помощи депозитарий за вознаграждение по договору с депонентом:

- регистрирует сделки с ценными бумагами
- осуществляет клиринг ценных бумаг
- передает сертификаты ценных бумаг по поручению депонентов третьим лицам
- получает доходы клиентов по ценным бумагам и переводит их на счета депо каждого из них.

В России используются типовые депозитные договоры, разработанные «Бэнк оф Нью-Йорк» и «Джей. Пи. Морган», которые периодически меняются в связи с внесением поправок в российское законодательство о ценных бумагах. Данные депозитные соглашения, хотя и проходят адаптацию по отношению к праву России, в целом же соответствуют единому стандарту. Адаптация в основном затрагивает разделы депозитных договоров, посвященные реестродержателю и регистрации прав на депонированные ценные бумаги, эмитенту и осуществлению прав по депонированным ценным бумагам.

Поскольку сертификат АДР и проспект эмиссии содержат основные условия депозитного договора, то любые существенные изменения депозитного договора российской компанией или банком-депозитарием влекут обязанность компании внести поправки в проспект эмиссии. Собственники АДР не имеют права изменять условия депозитного договора. Приобретая ценную бумагу, они соглашаются со всеми условиями депозитного договора.

Структура депозитного соглашения подразумевает наличие следующих разделов:

- *Статья 1. «Определения».* В данном разделе даются определения американских депозитарных акций, Комиссии (Комиссия по ценным бумагам и биржам США или другая государственная организация), кастодиана, депозитного договора, реестра акций, регистратора акций, собственников АДР, расписок, депонированных акций;
- *Статья 2. «Форма расписок, депонирование акций, оформление и доставка, передача и сдача расписок».* Данная статья является одной из наиболее важных статей договора и включает в себя следующие разделы:

2.01 – Форма и Возможность передачи АДР

2.02 – Депонирование акций

2.03 – Оформление и доставка АДР

2.04 – Перевод, Объединение и Дробление АДР

2.05 – Снятие и физическая доставка АДР

2.06 – Сдача и Изъятие АДР;

- *Статья 3. «Определенные обязательства приобретателей АДР» включает в себя;*
- *Статья 4. «Депонированные ценные бумаги»;*
- *Статья 5. «Депозитарий и Компания». Данная статья содержит описание взаимоотношений американского банка-депозитария, российского банка-хранителя и российской компании, на ценные бумаги которой выпущены АДР.*
- *Статья 6. «Поправки и Прекращение действия договора»¹⁰;*

В депозитном договоре дается *определение* «депонированных ценных бумаг». К таковым, в соответствии с американским законом, относят акции или облигации, которые по состоянию на любой момент времени депонированы в банке-кастодиане, а также иные ценные бумаги, имущество и денежные средства, полученные банком-депозитарием или кастодиальным банком в отношении акций (облигаций), которые в указанный момент времени находятся у него согласно депозитному договору. Данное определение является всеобъемлющим и дает возможность выпуска дополнительных АДР, а также возможность депонирования в российском банке-хранителе дополнительных ценных бумаг, представленных такими АДР.

Что касается *формы АДР*, то договор предусматривает, что ни одна АДР не порождает никаких прав и обязанностей до тех пор, пока она не подписана уполномоченным на то служащим банка-депозитария. Подпись может быть факсимильной, если назначен регистратор или представитель регистратора, который

¹⁰ Coyle R. J. "The McGraw-Hill handbook of American Depositary Receipts"// McGraw-Hill Inc, 1995

обязан собственноручно поставить подпись на расписках. АДР. Подписанные и оформленные надлежащим образом АДР, связывают банк-депозитарий обязательствами, даже если его служащий, подписавший депозитарную расписку, перестал занимать свою должность до их оформления и доставки регистратором или не занимал эту должность на дату выпуска таких расписок.

Возможность передачи АДР заключается в том, что право собственности на АДР (и удостоверяемые ими АДА), если они соответствующим образом индоссированы или сопровождаются правильно оформленными передаточными документами, передается путем вручения так же, как в случае с обратными документами.

Американский депозитарий и российская компания освобождаются договором от обязательств и имущественной ответственности в отношении держателей АДР, которые не являются их собственниками – держателями АДР.

Депонирование акций в соответствии с депозитным договором сводится к тому, что сертификаты российских акций депонируются путем их доставки любому российскому банку-хранителю, которого выберет американский депозитарий. Кастодиальный банк вручает передаточное распоряжение, а также выписку из реестра акционеров компании, удостоверяющие право собственности на депонируемые акции лица, которое является их продавцом.

В банк-хранитель предоставляется также договор купли-продажи акций и документ, подтверждающий полномочия на регистрацию акций на имя американского банка-депозитария, российского банка-хранителя или действующих по их поручению номинальных держателей. После получения указанных документов американский банк-депозитарий оформляет и передает покупателю акций АДР, количество которых соответствует депонированному пакету акций.

Оформление и доставка АДР, дробление и объединение АДР. В данном разделе депозитного договора дается описание процессов оформления, доставки, дробления и объединения АДР, а также перечисляются необходимые документы для осуществления этих процессов. К таким документам относится, например, извещение о депонировании российских акций, которое кастодиальный банк направляет американскому депозитарию. После этого банк-депозитарий оформляет и вручает зарегистрированные АДР.

В случае если инвестору необходимо продать часть принадлежащих ему российских акций или наоборот объединить купленный пакет акций одной АДР, происходит соответственно дробление или объединение АДР. После сдачи АДР их собственником для дробления или объединения банк-депозитарий оформляет и вручает ему новые АДР на любое запрошенное и разрешенное количество АДА, подтверждающее тоже совокупное количество АДА, что было указано в сданных американскому банку-депозитарию депозитарных расписках.

Для передачи, дробления и объединения АДР депозитарий вправе назначить одного или нескольких приемлемых для российской компании агентов. Если агент принимает свое назначение, то он, во-первых, уведомляет об этом российскую компанию и, во-вторых, обязуется подчиняться условиям, содержащимся в депозитном договоре. При выполнении своих функций агент вправе требовать у собственника АДР документы, подтверждающие его полномочия и соблюдение законодательства, а также имеет право на защиту и возмещение ущерба, в той же степени, что и банк-депозитарий.

Сдача АДР и изъятие акций. В этом разделе договора говорится о том, каким образом АДР могут быть сданы или изъяты из обращения. Поскольку это является темой следующей главы данной дипломной работы, то подробнее механизм обращения будет рассмотрен ниже. Здесь же говорится о том, что американский

депозитарий и российский кастодиальный банк не должны выдавать депонированные в России акции или иным образом изымать их, кроме как после получения и аннулирования АДР.

Также в депозитном договоре указывается ответственность российской компании и банка-депозитария, о которой уже шла речь выше. Российская компания и американский депозитарный банк также указывают в депозитном договоре, что применительно к их правам и обязательствам по данному договору учетные документы банка-депозитария и российского банка-хранителя будут иметь преобладающую силу во всех вопросах, касающихся количества акций или иных депонированных ценных бумаг. В случае расхождений между учетными документами депозитарий обязан в кратчайшие сроки уведомить об этом российскую компанию. При этом если компания не может привести по каким-либо причинам учетные документы в соответствие с документами банков, то она обязана направить поручение банку-депозитарию с тем, чтобы последний уведомил о расхождениях собственников АДР. После отправления уведомления собственникам АДР, банк-депозитарий может прекратить выпуск дополнительных АДР до устранения несоответствия.

На практике депозитный договор подписывается американским банком-депозитарием и российской компанией непосредственно перед торгами АДР.

Депозитарное соглашение предусматривает возможность сворачивания программы, компания может ее остановить. В этом случае программа приостанавливается, депозитарные расписки возвращаются в депозитарий, который обменивает их на акции, возвращающиеся на домашний рынок. Однако такие случаи очень редки, обычно это происходит, когда компания становится банкротом.

Безусловно, при заключении и исполнении депозитного договора возникает ряд проблем, с которыми сталкиваются российская компания и американский банк-депозитарий.

Среди них можно выделить, например, проблему, вытекающую из несоответствия законодательства двух стран и пробелов в российском законодательстве. По депозитному договору американский банк-депозитарий вправе назначить любое лицо, которое будет зарегистрировано в российском реестре акционеров в качестве номинального держателя всех российских акций, депонированных в кастодиальном банке, на которые выпущены АДР. По российскому законодательству банк-депозитарий не может быть номинальным держателем, поскольку он не имеет соответствующей лицензии ФКЦБ, а Комиссия в свою очередь не выдает таких лицензий нерезидентам.

Это не единственная проблема, с которой на практике приходится сталкиваться участникам отношений по выпуску АДР. Существует еще довольно большое число вопросов, решение которых должно исходить не только от российских компаний, но также и на федеральном уровне. В первую очередь требуется четко продуманная законодательная база, регулирующая эту область.

1.2.2. Кастодиальное соглашение

Прежде чем перейти к описанию кастодиального соглашения, следует заметить, что деятельность кастодиального банка (его выбор и требования к нему) регулируется как российским законодательством, так и Законом 1940 г. «Об инвестиционных компаниях» США. Требования, предъявляемые российским правом к кастодиальным договорам, основываются на том, что кастодиальный банк является российским депозитарным банком исходя из положений Федерального Закона «О рынке ценных бумаг».

Кастодиальное соглашение заключается между американским депозитарным банком и российским банком-хранителем, который как это было сказано выше, может быть дочерним банком депозитария в России.

Кастодиальное соглашение предусматривает, что банк-хранитель:

- проверяет наличие уплаты по ценным бумагам налогов и иных платежей и выдачу всех требуемых по закону разрешений властей, включая указанные в соглашении документы, сопровождающие передачу ценных бумаг для депонирования. После проверки при соблюдении всех требований банк-хранитель уведомляет американский банк-депозитарий о принятии ценных бумаг на хранение и инструктирует его о выпуске АДР. Такое уведомление и инструкция называются *«совет о депозите»*;
- предусматривает ответственность российских компаний за ошибки в реестре, а также их ответственность за утрату ценных бумаг или невыплату в срок дивидендов и иных обязательных распределений;
- заблаговременно получает от российского эмитента сведения о проведении собрания акционеров и о повестке дня такого собрания и пересылает их американскому банку-депозитарию;
- получает дивиденды и иные денежные распределения и перед пересылкой суммы дивидендов конвертирует их в доллары США.
- получает от российской компании информацию и документы о ней, включающие ежегодные отчеты эмитента и иные сведения, предоставляемые держателям АДР.

В соответствии с кастодиальным договором в проектах АДР, если банк-хранитель хочет привлечь других кастодианов для депонирования ценных бумаг, то он должен для этого получить согласие американского банка-депозитария.

Структура кастодиального соглашения состоит из следующих разделов:

Статья 1. «Определения». Содержит определения терминов, включая понятия «номинальный держатель» («nominee»), «счет» «депозитарий ценных бумаг» («securities depository»), «АДР», «российские ценные бумаги».

Статья 2 «Порядок открытия счета». В данной статье указывается порядок открытия счета кастодиальным банком.

Статья 3 «Депозит ценных бумаг, уведомление американскому банку-депозитарию о депонировании ценных бумаг и выпуске АДР».

Статья 4 «Погашение и конвертация АДР в депонированные ценные бумаги».

Статья 5 «Ценные бумаги, депонированные на счете кастодиального банка, открытом в другом банке-хранителе».

Статья 6. «Операции с депонированными ценными бумагами, разрешенные между банками-кастоди».

Статья 7. «Получение распределений по акциям, включая дивиденды, и их перевод владельцам АДР».

Статья 8. «Голосование по поручению владельцев АДР и передача информации».

Статья 9. «Оплата услуг российского банка-депозитария американским банком-депозитарием («custodian fees»)». Услуги российского банка-депозитария оплачиваются непосредственно американским банком-депозитарием.

Статья 10. «Доступ к сведениям российского банка-депозитария о ценных бумагах и их владельцах».

Статья 11. «Ответственность российского банка-депозитария».

В первой статье дается определение счета, на который депонируются российские ценные бумаги. Он определяется как один счет, открываемый

кастодиальным банком для получения ценных бумаг на хранение и дивидендов по ним.

Практически номинальным держателем во всех проектах российских АДР является банк-хранитель, действующий в таком качестве по поручению банка-депозитария.

В третьей статье кастодиального договора речь идет о порядке депонирования ценных бумаг российской компании. Депонируемые в банке-хранителе ценные бумаги подлежат регистрации в реестре ценных бумаг компании на имя номинального держателя, указанного американским банком-депозитарием. Кастодиальный банк предоставляет депозитарию периодические выписки о количестве получаемых им у регистратора российской компании ценных бумаг, находящихся на счете номинального держателя.

Депонируемые акции для выпуска АДР, должны сопровождаться «письмом о передаче» заполненным американским депозитарием либо иным лицом, передающим эти ценные бумаги, включая российскую компанию. После принятия сертификатов акций на депозит и оформления соответствующей документации банк-кастодиан направляет американскому банку-депозитарию «уведомление о возможности выпуска АДР». В нем указываются тип и количество акций номер CUSIP акций и номер CUSIP АДР, а также - название расчетно-клиринговой системы (ДТК), в которой размещается выпуск АДР, имя и номер счета компании в одной из этих систем (если номер уже присвоен). В уведомлении также перечисляются основные условия поставки ценных бумаг. В случае поставки против платежа даются инструкции по переводу денежных средств.

По четвертой статье договора американский банк-депозитарий уведомляет кастодиальный банк о конвертации АДР в депонированные акции с последующим погашением АДР. После получения такого письма банк-хранитель должен передать

требуемое количество сертификатов и иные документы владельцу АДР – получателю акций.

Пятая статья указывает на случай депонирования акций на счет кастодиального банка, открытого в другом банке-хранителе. В данном случае банк-хранитель уведомляет американский депозитарий в форме совета о поступлении ценных бумаг на счет в другом кастодиальном банке. Далее банк-хранитель обязан зарегистрировать ценные бумаги в реестре ценных бумаг компании на имя номинального держателя

В шестой статье кастодиального договора указываются те сделки, которые могут совершать кастодиальные банки. Так же рассматривается случай, когда американский банк-депозитарий может проинструктировать российский банк-хранитель о переводе депонированных акций на счет в другом кастодиальном банке. При этом в российском реестре ценные бумаги, как правило, остаются закрепленными за тем же номинальным держателем, который значился в реестре до такой операции.

Седьмая статья посвящена вопросу получения распределений по акциям российской компании, включая дивиденды, и их перевод владельцам АДР. На счет кастодиального банка компании перечисляют совокупный размер дивидендов и иных денежных распределений по депонированным ценным бумагам. В соответствии с инструкциями от американского банка-депозитария он перечисляет указанные суммы на его счет либо выплаты распределений производятся владельцам АДР американским банком-депозитарием после уплаты налогов и сборов, которыми облагаются эти платежи.

Восьмая статья. депозитного договоре между американским банком-депозитарием и российской компанией предусматривает основные условия голосования российскими акциями, представленными АДР. Банк-кастодиан передает

информацию о проведении собрания акционеров и бланки бюллетеней американскому депозитарию. Американский депозитарий в соответствии с депозитным соглашением передает такую документацию владельцам АДР либо номинальным держателям в реестре АДР американского депозитария. Назад он получает уже заполненные бюллетени для голосования и передает их российской компании. Как правило, соглашение предусматривает возможность передачи депозитарием материалов для голосования владельцам АДР. Однако на практике банк-депозитарий предпочитает сам выполнять эти функции.

Статья десятая кастодиального соглашения регулирует доступ к сведениям банка-хранителя. По этой статье банк-депозитарий имеет доступ к документации российского кастодиального банка, относящейся к депонированным ценным бумагам; может проверить у российского банка-хранителя наличие сертификатов акций и потребовать отчет о хранящихся ценных бумагах

Последняя, одиннадцатая статья договора предусматривает ответственность российского банка-хранителя. Американский банк-депозитарий оплачивает российскому кастодиальному банку все его расходы, вызванные судебными и иными разбирательствами в отношении депонированных у него ценных бумаг.

Также обычно договором должен предусматриваться и перечень случаев, в которых такой компенсации российский банк-депозитарий не получает.

Кастодиальное соглашение, как правило, заключается в отношении всех проектов выпуска АДР банка-депозитария, т.е. американский банк-депозитарий, являющийся эмитентом АДР, заключает с российским банком-хранителем одно российское депозитное соглашение, регулирующее депонирование в последнем ценных бумаг различных компаний, на которые выпускаются АДР. Для этого в кастодиальном банке открываются отдельные субсчета.

К кастодиальному соглашению имеется ряд приложений, которые содержат формы, используемые банком-хранителем для подтверждения депонирования в нем акций российских компаний. Данная форма позволяет идентифицировать каждый депозит. На ее основании американский банк-депозитарий осуществляет выпуск АДР.

Как указано выше, российские банки-депозитарии, участвующие в проектах АДР, являются стопроцентными российскими дочерними обществами известных международных инвестиционных банков. Они подчиняются как российским требованиям к депозитарной деятельности, так и международным стандартам, часто более жестким, чем российские.

1.2.3 Договор об андеррайтинге

Как уже выше было не раз сказано, основная роль банка-андеррайтера в выпуске АДР заключается в их размещении на первичном рынке ценных бумаг непосредственно или через посредников.

Деятельность андеррайтеров помимо Закона 1933 года также регулируется Законом 1940 года «Об инвестиционных консультантах». Закон 1940 г. регулирует деятельность инвестиционных консультантов, предлагающих ценные бумаги американским инвесторам, и распространяется на деятельность андеррайтеров в проектах АДР. Для получения консультаций по структуре проекта выпуска АДР и его инвестиционной привлекательности российские компании назначают американские инвестиционные банки. Так, «Мосэнерго» консультировал инвестиционный банк «Саломон Бразерс Интернешенал».

Однако, Законом «Об инвестиционных компаниях» предусмотрено, что американские инвестиционные банки, *основной деятельностью* которых являются андеррайтинг и размещение ценных бумаг, не подпадают под определение «инвестиционных компаний». Следовательно, на такие банки действие Закона 1940 г. не распространяется.

Российским участникам проектов выпуска АДР и отечественным брокерам-дилерам, не прошедшим регистрацию в SEC необходимо иметь в виду, что предоставление консультационных услуг на рынке ценных бумаг США является преступлением.

Исключением являются случаи «частного размещения» АДР на территории США, то есть по Правилу 144А. Законодательство этой страны позволяет незарегистрированному российскому брокеру-дилеру предлагать американскому институциональному инвестору приобрести/продать размещаемые частным образом АДР, если сама сделка купли-продажи будет осуществлена через американского зарегистрированного брокера-дилера, берущего ответственность за деятельность российской компании. Разрешаются переговоры о покупке/продаже АДР, выпущенных по Правилу 144А, если такие переговоры осуществляются с «квалифицированными институциональными инвесторами»

Прежде чем перейти непосредственно к описанию содержания самого соглашения об андеррайтинге, необходимо заметить, что перед этим подписываются еще два документа.

Первым из них является мандатное письмо, которое российская компания подписывает с андеррайтером, разрешая тем самым инвестиционному банку стать генеральным управляющим будущего выпуска АДР.

Обычно мандатное письмо содержит рамочные значения некоторых основных параметров эмиссии депозитарных расписок (вид выпуска, способ продажи, сроки выпуска и др.) и условие, по которому российская компания оплачивает издержки андеррайтера по подготовке документации проекта выпуска АДР и иные аналогичные расходы, если их эмиссия не состоится. С момента подписания данного письма начинается работа по подготовке нового выпуска: анализ рынка, подготовка

документации, заключение соглашений и формирование синдиката андеррайтеров, размещение АДР среди инвесторов.

Вторым документом является так называемый «договор между андеррайтерами», который заключается между банками, входящими в синдикат. Договор устанавливает взаимные обязательства членов синдиката банков-андеррайтеров по выкупу и размещению ценных бумаг компании, а также распределению между ними суммы вознаграждения от компании.

На практике, если группа банков-андеррайтеров небольшая, часто ограничиваются меморандумом о взаимопонимании. Современные синдикаты андеррайтеров, как правило, не превышают 20-30 участников¹¹

Затем банки - члены синдиката и российская компания, на ценные бумаги которой выпускаются АДР, заключают договор об андеррайтинге, регламентирующий выкуп АДР, их размещение и получаемое за это вознаграждение. Ниже приводится анализ основных положений этого соглашения, которое является типовым для каждого крупного инвестиционного банка-андеррайтера.

К основным положениям соглашения об андеррайтинге, содержащего перечень заверений и гарантий компании в отношении андеррайтеров, можно отнести:

- *заверения и гарантии российской компании* (заверение в отношении проспекта эмиссии, государственной регистрации компании, ее ценных бумаг, а также ведения предпринимательской деятельности, заверение в отношении прав инвесторов, иные гарантии и заверения);
- *заверения и гарантии банков-андеррайтеров*;
- *приобретение АДР у компании* (обязанности компании, предшествующие продаже АДР, стабилизация);
- *комиссионное вознаграждение банков-андеррайтеров*;

Заверения и гарантии российской компании. К моменту подписания договора об андеррайтинге генеральный управляющий уже имеет подтверждение соответствия действительности большинства гарантий и заверений, полученное им в ходе юридической проверки компании и подготовки документации по эмиссии АДР.

Российская компания подтверждает перед банками андеррайтерами, что в предварительном проекте проспекта выпуска по состоянию на дату его завершения не содержится никаких искажений и никаких пропусков существенных фактов, которые необходимо было бы раскрыть, чтобы сделанные в данных документах заявления не вводили инвесторов в заблуждение. Далее компания подтверждает, что информация о компании, содержащаяся в проспекте, является достоверной и точной, а прогнозы и анализ фактов, приводимые в документации по эмиссии АДР, были сделаны честно и на разумном основании.

К договору с андеррайтерами прилагается сертификат должностных лиц, подписываемый вместе с договором об андеррайтинге председателем правления и председателем совета директоров российской компании либо иным уполномоченным лицом. Данный Сертификат необходим по американскому праву для ограничения ответственности банков-андеррайтеров по Законам 1933 и 1934 г. на случай нераскрытия инвестором существенно важных фактов о компании и ее ценных бумагах.

Также в этом разделе договора подтверждается:

- компания образована, зарегистрирована и приватизирована без нарушения российского законодательства;
- российская компания является собственником имущества на балансе и имеет соответствующие лицензии и разрешения на ведение той деятельности, которую она осуществляет;

¹¹ Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за

- все акции, выпущенные компанией, зарегистрированы, полностью оплачены и соответствуют описанию в проекте проспекта выпуска АДР.

В проектах АДР, предусматривающих покупку компанией своих акций на вторичном рынке для последующего их депонирования для выпуска АДР, компания подтверждает, что они ничем не обременены.

Компания также подтверждает, что лица, на чье имя будут зарегистрированы АДР, будут обладать абсолютным правом собственности на АДР и представленные АДР акции российской компании, то есть не будет никаких обременений депонированных акций и АДР залогами, требованиями или правами третьих лиц.

Данное заверение имеет целью вывести андеррайтеров за рамки споров между инвесторами АДР и российской компанией. В случае привлечения андеррайтера к судебной ответственности по Законам 1933 и 1934 г. компания обязуется возместить андеррайтеру убытки и суммы, присужденные судами по искам инвесторов, купивших АДР.

Если АДР подлежат частному размещению по Правилу Комиссии 144А, то в договоре дается гарантия российской компании о том, что АДР удовлетворяют требованиям данного правила. Также указывается, что компания согласно Закону США «Об инвестиционных компаниях» не является «инвестиционной компанией», и поэтому может участвовать в проектах АДР.

Цель раздела «*Заверения и гарантии банков-андеррайтеров*» - подтвердить, что андеррайтеры, также как и российские компании, не нарушают законодательство о ценных бумагах своей страны и других юрисдикции, в которых планируется разместить АДР. В случае размещения АДР в проектах частного размещения по Правилу 144А андеррайтеры должны проверять принадлежность покупателей АДР к квалифицированным институциональным инвесторам. Также андеррайтеры

обязуются не передавать функции размещения ценных бумаг компании третьим лицам без письменного согласия компании, за исключением своих аффилированных лиц.

Коммерческим обычаем является запрещение банкам-андеррайтерам совершать сделки на территории Российской Федерации с любыми ценными бумагами компании того же типа, что и размещаемые посредством АДР, в течение 40-180 дней с момента подписания договора об андеррайтинге¹².

Исключения из данного правила составляют:

- покупка ценных бумаг компании в России в процессе своей обычной хозяйственной деятельности;
- сделки с АДР компании за пределами России;
- покупка ценных бумаг или инструментов из ряда деривативных инструментов

Следующий раздел *«Приобретение ценных бумаг у компании»*. Как правило, для размещения АДР, наиболее часто используют полностью *гарантированный андеррайтинг*.

С точки зрения российского права данный вид андеррайтинга представляет собой сложный юридический состав. Андеррайтеры обязуются приобрести ценные бумаги у компании по установленной покупной цене, за вычетом комиссионного вознаграждения за услуги банков, и в указанный в договоре срок при условии, что заверения и гарантии компании в соглашении, соответствуют действительности. В противном случае банки вправе требовать у компании обратный выкуп ценных бумаг или возмещение убытков.

¹² Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001

По такому договору андеррайтеры обязуются разместить АДР на американском фондовом рынке в соответствии с проспектом размещения и документацией эмиссии по цене и на условиях, согласованных с российской компанией.

Также данный раздел соглашения содержит некоторые обязанности компании. Она не должна приобретать АДР компании и свои акции в течение времени, согласованного с андеррайтерами. Такой запрет на выкуп ценных бумаг имеет целью поддержание стабильного рынка АДР, выпущенных на ее акции. Исключение делается для продажи инвесторам, не связанным с инвестиционным бизнесом.

Соглашение об андеррайтинге предусматривает обязанность российской компании предоставить андеррайтеру до выкупа ценных бумаг компании в форме АДР следующие документы:

- необходимое количество копий проспекта выпуска АДР для их передачи заинтересованным инвесторам;
- копии переписки компании, включая заявления, поданные на фондовые биржи в США или в автоматизированные системы торговли ценными бумагами «ПОРТАЛ», а для АДР по Правилу 144А - «НАСДАК», а также последующую корреспонденцию между ними.
- письменные заключения юристов, подтверждающие достоверность заявлений компании о ее создании и регистрации должным образом;
- письменное заключение аудитора компании;
- свидетельство американского банка-депозитария о депонировании ценных бумаг компании в банке-хранителе.

Отдельным подразделом идет «Стабилизация». Здесь речь идет о том, что андеррайтеры обязаны осуществлять поддержку цены нового выпуска на вторичном рынке. Для стабилизации андеррайтерам разрешается разместить дополнительное количество АДР и совершать сделки на любом внебиржевом рынке для поддержания

рыночных цен на АДР и депонированные в банке-хранителе ценные бумаги на уровне, обеспечивающем отсутствие резких «скачков» в котировках таких бумаг на различных рынках. Также андеррайтеры обязуются не действовать как агенты компании.

Последний раздел «*Комиссионное вознаграждение банков-андеррайтеров*». В нем говорится о том, что комиссионные составляют определенный процент от номинальной стоимости суммы сделки и обычно вычитаются андеррайтерами из выручки от размещения ими ценных бумаг.

Размер вознаграждения, складывающегося из комиссионных за управление и андеррайтинг, определяется в Письме о комиссии, подписываемом компанией и андеррайтером. По общему же правилу, чем более знакома компания рынку, тем ниже уровень комиссии, который она должна выплачивать андеррайтерам, и наоборот.

Рассмотренные в свете законодательства США этапы выпуска и соглашения, заключаемые между участниками этих отношений, имеют ряд вопросов, тем или иным образом перекликающихся с законодательством Российской Федерации, что создает не мало проблем для выпуска, размещения и обращения АДР. Проблемы обращения АДР на фондовом рынке США, совмещения законодательных основ двух стран и возможные их решения будут рассмотрены в следующей главе.

Глава 2 Условия обращения американских депозитарных расписок

2.1 Механизм обращения АДР

После того как выпуск и первичное размещение АДР на фондовом рынке США завершены, начинается процесс их обращения на вторичном рынке. Для этого эмитент должен выбирать, где будут обращаться депозитарные расписки: на биржевой площадке или внебиржевом рынке США. При этом российская компания имеет возможность выбора среди двух основных площадок США, на которые приходится более 90% всего оборота ценных бумаг: Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Биржевой площадке Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (НАСДАК)¹³

Поскольку в российском законодательстве *обращение* ценных бумаг – это заключение гражданско-правовых сделок, влекущих за собой переход прав собственности на ценные бумаги, то исходя из этого данная глава будет посвящена основным видам сделок, заключаемым с АДР, и механизму их заключения. Здесь же будут затронуты законодательные основы США и России в части, которая касается регулирования рынка АДР, и проблемы, возникающие в связи с различием этих систем.

Как биржи, так и автоматизированные системы имеют специальные правила для совершения сделок с ценными бумагами, включая порядок их регистрации. Поэтому будут также рассмотрены условия необходимые для обращения АДР на американском вторичном фондовом рынке, а именно: условия прохождения листинга и обязательные требования для регистрации американских депозитарных расписок в SEC. Будет затронута и система учета в США U.S. GAAP, поскольку некоторые формы отчетности должны быть приведены в соответствие с этой системой.

Прежде чем перейти непосредственно к описанию основных трех видов операций с АДР (покупка, которая непосредственно связана с выпуском АДР, их

¹³ Нарский В., Краев А., Коньков И. «Американские депозитарные расписки – средство привлечения зарубежных инвестиций» // Финансовый бизнес, 1999, №11

перепродажа и погашение) и механизма совершения сделок с АДР необходимо упомянуть о ряде существенных моментов, а именно:

- сделки инвесторов с депозитарными расписками совершаются в соответствии с правом США, в порядке, аналогичном торговле американскими ценными бумагами;
- котируются АДР в зависимости от того, является ли проект депозитарных расписок спонсируемым, включая и вид программ, или неспонсируемым, а также не стоит забывать, что совершение сделок с АДР по Правилу 144А ограничено тем, что они куплены квалифицированными институциональными инвесторами;
- осуществление клиринга по заключенным сделкам в США, как правило, происходит через счета участников сделок открытых в Депозитарной Трестовой Компании (ДТК). Как уже было сказано в первой главе, она держит сами сертификаты на хранении и производит учет прав на ценные бумаги по сделкам между счетами своих клиентов, что позволяет быстро совершать сделки без необходимости немедленной передачи сертификатов.

Итак, операция покупки начинается с того, что американский инвестор инструктирует брокера на покупку АДР. Брокер же может приобрести АДР на американском рынке у другого собственника АДР или на российском рынке в виде акций, которые могут быть конвертированы в АДР. Покупка акций на американском фондовом рынке через местного брокера имеет больше стадий, чем перепродажа АДР. Иными словами, у брокера есть выбор: либо он покупает уже существующие АДР, либо обязывает депозитария выпустить новые АДР. Для выпуска новых депозитарных расписок брокер США связывается с российским брокером с тем, чтобы последний купил обыкновенные акции на российском рынке. После этого купленные акции должны быть депонированы в кастодиальном банке в России. Далее

кастодиан инструктирует депозитарий о выпуске АДР на акции, депонированные в российском банке-хранителе. Депозитарный банк выпускает АДР и осуществляет их перевод на счет получателя АДР в ДТК, получая за эти операции комиссионные от брокера (обычно от 3 до 5 центов за каждые 100 АДР).¹⁴

Депозитарный банк может под свою ответственность и за дополнительную плату осуществить поставку расписок до фактической перерегистрации акций на номинального держателя, только на основании уведомления о совершении соответствующей покупки. Такая операция носит название *пререлиз*.

Завершает процесс покупки доставкой брокером АДР инвестору или кредитование его счета.¹⁵

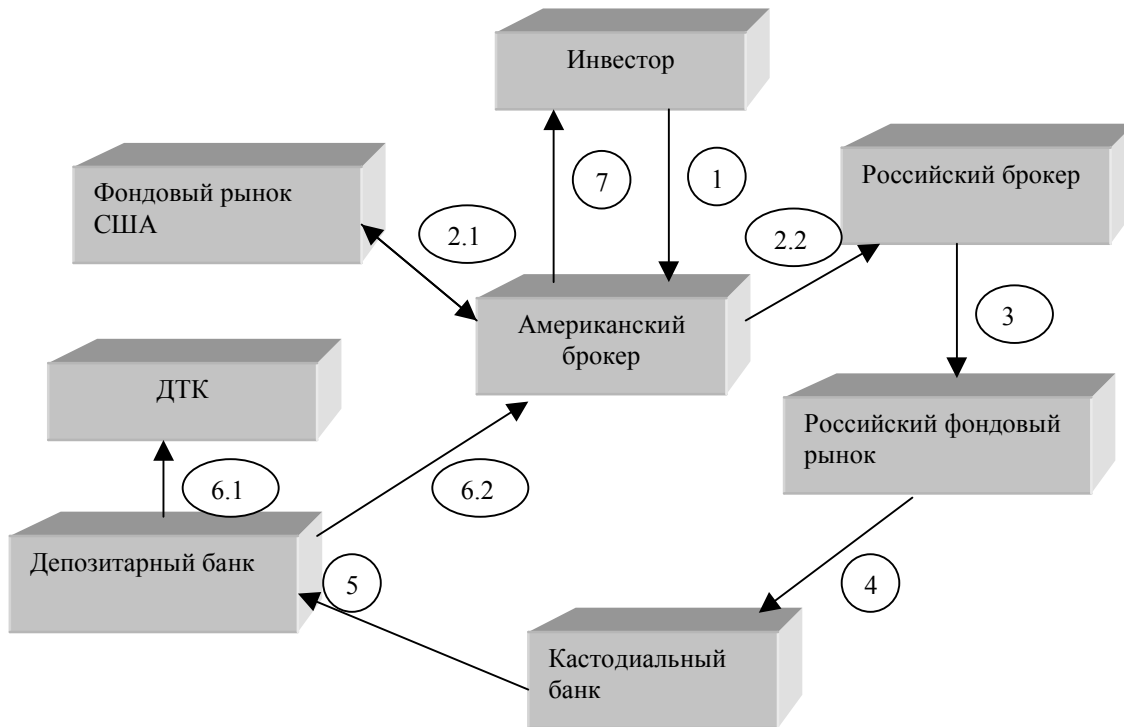
Если АДР приобретаются у другого собственника, то они просто переводятся со счета продавца в клиринговой компании на счет покупателя. Расчеты по такой сделке проводятся так же, как и по другим бумагам, торгующимся в США: в американских долларах на третий рабочий день после заключения сделки. Почти все выпущенные АДР торгуются на рынке без конвертации.

Наглядно весь процесс покупки можно увидеть на нижеприведенной схеме.

¹⁴ Доклад «Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности»: сентябрь 1997 г. // Международный институт развития правовой экономики; науч. ред. Агеев А., Аксенова Г.

¹⁵ официальный сайт «Ситибэнк» www.citibank.com

Схема механизма обращения АДР



1. Американский инвестор делает заказ своему брокеру на покупку АДР
- 2.1 Брокер покупает АДР на рынке США или...
- 2.2. ...или американский брокер делает заказ на покупку АДР у российского брокера
3. российский брокер покупает акции российской компании на местном рынке
4. Российский брокер регистрирует акции в кастодиальном банке.
5. Отделение кастодиального банка депонирует акции данной компании и дает указание депозитарному банку в США о выпуске АДР
- 6.1 Депозитарный банк выпускает АДР на акции российской компании и переводит их на счет получателя АДР в ДТК
- 6.2 Депозитарный банк передает АДР американскому брокеру
7. Американский брокер передает АДР своему клиенту – инвестору.

Погашение или продажа АДР является обратным выпуску процессом. Инвестор, который решает продать АДР, связывается со своим брокером и поручает брокеру их продать. Брокер и в данном случае имеет два варианта действий: либо он продает АДР другому американскому инвестору, либо продает лежащие в основе этих

расписок простые акции на рынке российскому брокеру. После получения поручения брокер посылает его другому брокеру на рынке эмитента на продажу акций, депонированных 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, а 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.

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

Необходимо отметить, что когда принимается решение о конвертации акций российской компании в АДР, то все юридические вопросы, связанные с проведением сделок с АДР российскими компаниями, полностью решаются посредством включения в схему сделок оффшорной компании.

При переводе акций в АДР и обратно компания несет следующие операционные расходы: оплата услуг реестра акционеров при перерегистрации акций; оплата услуг The Bank of New York по выпуску АДР (см. таблицу).

Операция	Цена одной АДР, долл.	Стоимость услуг при числе АДР < 100, центов
Выпуск АДР	0,01 - 0,99	1
	1,00 - 2,99	2
	3,00 - 4,99	3
	5,00 - 9,99	4
	10,00 и выше	5
Аннулирование АДР	0,01 - 4,99	3
	5,00 - 9,99	4
	10,00 и выше	5

Обращение АДР на американском фондовом рынке регулируется законодательством США, в то время как заключение договоров в большей степени регулирует российское право. Отчетность российскими компаниями должна соответствовать стандартам U.S. GAAP, при предоставлении ее в SEC, однако бухгалтерский учет в Российской Федерации построен на несколько иных принципах. Эти несоответствия в регулировании деятельности в отношении обращения и выпуска АДР ведут к возникновению ряда проблем, которые будут рассмотрены в следующей главе.

2.2 Вопросы законодательства

Данная часть главы будет посвящена законодательству двух стран, его общему обзору в части, касающейся обращения АДР, а также уточненному рассмотрению таких вопросов, как:

- требования по регистрации SEC,
- условия листинга на биржах США (на примере Нью-Йоркской фондовой биржи, поскольку они являются самыми жесткими)
- некоторые вопросы, связанные с учетом по стандартам US GAAP.

Прежде чем приступить к анализу законодательства, необходимо учитывать, что обращение АДР (совершение сделок с ними) в основном подпадает под американскую юрисдикцию, а заключение договоров с эмитентами и депозитариями и прочими профессиональными участниками – под обе системы, российскую и американскую. В связи с этим возникает ряд проблем, которые, так же как и возможные их решения, будут рассмотрены ниже в данной главе.

Основными законами, которые регулируют фондовый рынок США и о которых уже шла речь выше, являются Закон 1933 «О ценных бумагах», Закон 1934 года «О фондовых биржах», а также Закон 1940 года «Об инвестиционных компаниях», а также некоторые правила и положения SEC.

Однако здесь эти законодательные акты будут рассмотрены в части обращения АДР на фондовом рынке, а также будут даны определения основным понятиям, необходимым для анализа различий в законодательстве России и США, вызывающие ряд пока нерешенных проблем.

Итак, по Закону «О ценных бумагах» 1933 г. 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 те цели, которые указаны в заявлении.

Закон «О фондовых биржах» 1934 г. 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 Закону 1933 года, 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.

Закон «Об инвестиционных компаниях» США 1940 года регулирует деятельность американских и зарубежных инвестиционных компаний (если последние осуществляют операции или выпускают свои ценные бумаги на территории США), их регистрацию в Комиссии, структуру капитала таких компаний, особенности приобретения и продажи ими ценных бумаг сторонних эмитентов, включая российские ценные бумаги, представленные АДР.

В соответствии с Законом 1940 года инвестиционная компания – эмитент, который в качестве своей основной деятельности занимается инвестированием или торговлей ценными бумагами. В эту категорию также входит любой эмитент, который занимается деятельностью, связанной с реинвестированием, владением или управлением ценными бумагами, и владеет «инвестиционными ценными бумагами», стоимость которых превышает 40% от стоимости суммарных активов эмитента.

Инвестиционная ценная бумага – все ценные бумаги, кроме ценных бумаг Правительства США и ценных бумаг, выпущенных не «инвестиционными» дочерними компаниями владельца, которому принадлежат их контрольные пакеты.

Банки обычно подпадают под определение «инвестиционная компания», содержащееся в рассматриваемом законе, хотя банки и страховые компании США из данного определения исключены.

В апреле 1990 года SEC приняла Правило 144А и Положение S. «*Правило 144А* – позволяет незарегистрированным иностранным (российским) и отечественным (американским) ценным бумагам быть проданными квалифицированным институциональным инвесторам. Размер собственного капитала данных инвесторов должен составлять, по крайней мере, 10 млн. долларов или размер капитала в управлении – не менее 100 млн. долларов без требований относительно сезонного, временного периода. Этот период, отраженный в *Положении (Regulation S)* является периодом обладания ценной бумагой. Данный период начинается со дня следующего за днем покупки и заканчивается днем продажи»¹⁶.

В соответствии с этим любая ценная бумага (которая является таковой по американскому законодательству), торгуемая на территории США является предметом регистрации SEC или в некоторых случаях освобождения от нее, и ценные бумаги, предлагаемые на зарубежных, по отношению к США, рынках, не являются предметом данного правила.

Правило 144А SEC устанавливает, что лицо, которое приобрело ценные бумаги у эмитента посредством сделки, которая не подлежала регистрации в соответствии с Законом о ценных бумагах 1933 года, имеет право перепродать эти ценные бумаги без отмены первоначального исключения из регистрационных правил и без

¹⁶ «Passtrak Series 7. General Securities Representatives 12-th Edition» // Dearborn Financial Institute, Inc, 2001

необходимости выполнять регистрационные требования Закона 1933 года. Такое исключение имеет место, когда ценные бумаги приобретаются американским инвестором путем участия в частном размещении.

Также в соответствии с Правилом 144А покупатель может предлагать и перепродавать такие ценные бумаги любому «квалифицированному институциональному инвестору» при соблюдении трех условий, а именно:

- указанные ценные бумаги не включены в листинг электронной торговой системы национальной ассоциации дилеров и не допущены к торговле на одной из фондовых бирж США;
- инвестор в обязательном порядке ставится в известность, что продавец применяет Правило 144А;
- компания, ценные бумаги которой предлагаются к продаже, не обязана, в соответствии с Законом 1933 года предоставлять отчетность SEC, то есть является исключением из регистрационных правил.

Квалифицированный институциональный инвестор (QIB) должен соответствовать определенным требованиям. Так, организация является QIB в том случае, если она:

- является учреждением, которое владеет и инвестирует по своему усмотрению не менее 100 млн. долл. в ценные бумаги (10 млн долл, если организация является брокером или дилером – резидентом США);
- принадлежит на праве собственности QIB;
- является брокером или дилером – резидентом США и приобретает ценные бумаги в качестве агента или комиссионера для QIB. Если организация является банком или ссудо-сберегательным учреждением, она должна обладать чистыми активами в сумме не менее 25 млн. долл. для того, чтобы быть квалифицированной как институциональный инвестор.

С целью облегчения торгового оборота ценных бумаг, выпуски которых не подлежат обязательной регистрации, среди QIB НАСД создала специальную торговую систему. В этой системе QIB могут торговать указанными ценными бумагами.

Положение S (Regulation S) позволяет компаниям увеличить капитал, выпуская ценные бумаги, которые также могут быть проданы квалифицированным институциональным инвесторам. Программа АДР, выпущенных в соответствии с Положением S, предусматривает, что компания-эмитент не может прилагать 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.

Также Положение S устанавливает, что размещаемые за рубежом ценные бумаги, не подлежащие регистрации, могут быть допущены к обращению в пределах США и под юрисдикцией американского законодательства, в случае, если переход ценных бумаг под эту юрисдикцию происходит посредством совершения сделок на вторичном рынке. Однако эти сделки не должны совершаться эмитентом или иным уполномоченным им лицом с целью привлечения капитала США.

Положение S практически добавляет ликвидность ценным бумагам, выпускаемым в соответствии с Правилom 144A, поскольку они в соответствии с Положением S могут быть проданы на международном рынке без регистрации в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США¹⁷.

Итак, здесь были рассмотрены базовые понятия и законы, регулирующие деятельность на рынке ценных бумаг США, необходимые для понимания тех

¹⁷ Coyle R. J. "The McGraw-Hill handbook of American Depositary Receipts"// McGraw-Hill Inc, 1995 стр. 69-70

проблем, которые возникают при заключении соглашений, выпуске и обращении АДР, при заключении сделок с ними.

2.2.1 Требования для регистрации американских депозитарных расписок в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, условия листинга на бирже

В Законах 1933, 1934 и 1940 годов есть ряд определенных требований и ограничений для тех компаний, которые хотят быть включенными в листинг крупнейших торговых систем США. Так минимальный размер активов иностранного (российского) эмитента должен составлять не менее 1 млн. долларов США, а количество зарегистрированных акционеров – не менее 500.¹⁸

Комиссия регистрирует по Закону 1933 года:

- «неспонсируемый проект» АДР,
- АДР первого и второго уровней форме по F-6
- АДР третьего уровня при регистрации по формам F-1, F-2 или F-3.

Регистрацию SEC по Закону 1934 года проводит:

- для АДР второго уровня по форме 20-F,
- для АДР третьего уровня по форме 20-F или 8-A.

Освобождение по Правилу 12g3-2(b) Закона 1934 года Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США разрешает применять для АДР первого уровня и размещаемым по Правилу 144A.

Отчетность по Закону 1934 года в Комиссию предусматривает:

- освобождение от предоставления таковой по Правилу 12g3-2(b) для АДР первого уровня и выпущенным по Правилу 144A;
- для АДР второго и третьего уровней должен предоставляться отчет по форме 20-F (ежегодно); финансовая отчетность, которая должна частично соответствовать U.S. GAAP; периодически отчет по Форме 6-K.

Наглядно все формы отчетности и регистрации для SEC, распределенные по уровням программ, можно увидеть в Приложении 3.

Требования по предоставлению отчетности в Комиссию в отношении зарубежных компаний, эмитирующих АДР, менее жесткие, чем для американских компаний. Кроме того, появляется возможность избежать ряда вопросов валютного регулирования, в частности вопросов, связанных с необходимостью перевода средств из-за рубежа в американские банки для выплаты дивидендов американским акционерам, а также некоторые другие вопросы.

Далее будут рассмотрены основные формы, необходимые для регистрации программ АДР разного уровня в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США.

Форма F-6 по сути, является заявлением на регистрацию, подаваемой в SEC, согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. депозитных акций, удостоверенных АДР программ первого, второго и третьего уровней. Частное предложение депозитарных расписок освобождено от регистрации по этой форме. Для этого эмитентом используется Правило 12g3-2(b). Финансовая отчетность в проектах частного размещения может и не соответствовать требованиям US GAAP.

Форма F-6 содержит название эмитента, название каждого класса регистрируемых АДР, их количество, устанавливает соотношение между одной распиской и количеством акций, включает ссылки на разделы депозитного соглашения.

Здесь необходимо учитывать, что заявленное количество регистрируемых АДР каких-либо дополнительных обязательств эмитенту не прибавляет. Это максимальное число депозитарных расписок, которые в будущем могут быть выпущены на акции.

¹⁸ Соловьев Д. «Правовой режим иностранных ценных бумаг, эмитентов и инвесторов в США» // Рынок ценных бумаг, 2001, №20

Количество регистрируемых АДР определяется эмитентом исходя из стратегических планов по управлению акционерным капиталом компании.

В дальнейшем увеличение возможного числа регистрируемых ценных бумаг требует повторной подачи формы F-6. Форму F-6 подписывает уполномоченное лицо банка и уполномоченное лицо эмитента. К ней прилагается форма доверенности на лицо, подписавшее заявление от лица эмитента. Доверенность удостоверяется основными должностными лицами - генеральным и финансовым директорами, главным бухгалтером и большинством членов совета директоров. Такое положение удобно, если нет полного единства во взглядах на программу. Кроме этого, в форме F-6 указывается уполномоченный представитель эмитента в США (может быть сам депозитарий), роль которого сводится к тому, что он информирует о всех событиях, касающихся программы, а также в разборе претензий, поступивших от владельцев АДР.

Комиссия вводит в действие форму F-6 в день ее подачи, если в депозитное соглашение не вносились изменения.

Эта форма используется только для регистрации программ выпуска АДР. Депонированные ценные бумаги должны регистрироваться отдельно, например, по форме F-1 в случае осуществления программы АДР третьего уровня. SEC регистрирует «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 российской компании уже есть форма F-6, регистрирующая ее АДР. В зависимости от того, относится эта форма к спонсируемому или неспонсируемому выпуску, какой депозитарий ее заполнял и от некоторых других условий, можно воспользоваться уже существующей формой F-6, что ускорит процесс регистрации.

Форма F-6 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 АДА, подтвержденных АДР, и их держателей, «о дилерах, депонирующих ценные бумаги против выпуска АДР», а также информацию о ценах на услуги, содержащуюся в проспекте. Саму форму F-6 можно увидеть в Приложении 3.

Форма F-6 не является обязательной для программ АДР первого уровня и размещаемым по Правилу 144А. Для них предусматривается освобождение по *Правилу 12g3-2(b)* на основании Закона 1934 года от требований о предоставлении информации в США.

Для получения освобождения эмитент должен предоставить Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США всю информацию, которую он должен опубликовать в России в соответствии с требованиями российского законодательства и учредительными документами за период с окончания последнего финансового года и момента подачи заявления, а именно: пресс-релизы, распространяемые среди акционеров; ежеквартальные отчеты по ценным бумагам; ежеквартальную бухгалтерскую отчетность.

На практике это выливается в перевод и подготовку на английском языке аннотаций к большому количеству документов: план приватизации, учредительный договор, устав, свидетельство о государственной регистрации, аудиторское заключение, годовой отчет, список аффилированных лиц компании, количество ценных бумаг эмитента, принадлежащих резидентам США, последний проспект эмиссии ценных бумаг.

«В соответствии с Правилom 80a-2 по Закону США «Об инвестиционных компаниях» под аффилированным лицом понимается юридическое лицо, в котором право собственности... на пять и более процентов голосующих акций принадлежит другой компании»¹⁹.

В условиях, когда ценные бумаги иностранного эмитента 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 Правилom сведений». На сегодняшний день не существует формы, закрепляющей требования к оформлению

¹⁹ Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001, стр. 104

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».²⁰

Что касается *формы F-1*, то зарубежные эмитенты, планирующие открытое предложение в США в форме программы размещения АДР третьего уровня, должны подавать эту форму 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

²⁰ Закон 1934 г. (Securities Exchange Act), пункт «b» (v) Правила 12g3-2(b)

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. Вид формы F-1 можно увидеть в Приложении 3.

Регистрация по *Закону 1934 г.* предполагает использование *формы 20-F*, которая также используется для предоставления ежегодной отчетности перед SEC. Имеется также сокращенный вид этой формы – 8-A.

Форма 20-F подается эмитентами спонсируемых АДР второго и третьего уровня в SEC. Эта форма состоит из детального раскрытия финансовой информации об эмитенте, включая финансовую отчетность и выверку отчетов, приводимых в соответствие со стандартами U.S. GAAP и подаваемых для прохождения листинга на фондовой бирже. Она включает в себя подробный отчет обо всех значительных хозяйственных операциях и финансовых результатах, а также должна составляться в соответствии со стандартами US GAAP. 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. Саму Форму 20-F можно увидеть в Приложении 3.

Одной из наиболее важных задач, стоящих перед эмитентом, является определение биржи, на которой будут котироваться АДР. Получение котировки на фондовой бирже США важно потому, что многие институциональные инвесторы согласно действующим нормативам SEC вынуждены ограничивать свои инвестиции в некотируемые ценные бумаги. Для выбора наиболее соответствующей потребностям эмитента биржи, необходимо проанализировать: 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.

NYSE является крупнейшей фондовой биржей в мире, представляющей 3000 компаний с рыночной капитализацией около 17 трлн. долларов. По данным на май 2002 года, более 450 иностранных компаний имеют листинг на этой фондовой бирже, оцененных в примерно 5 трлн. долл.²¹ Существуют единые требования для всех ценных бумаг, которыми можно торговать на NYSE. При этом требования листинга на NYSE являются одними из самых жестких по сравнению с остальными биржами США и всего мира.

К листингу на NYSE может быть допущена иностранная компания, обладающая признаками, соответствующими одному из двух стандартов: «альтернативным стандартом котировки (или международным)» и «внутренним» стандартам, применимым к американским компаниям. Несмотря на то, что «внутренний стандарт» предназначен в основном для американских компаний, российская компания и любая другая неамериканская компания имеет право выбирать между «альтернативным стандартом» и «внутренним», при этом строго следуя их требованиям.

«Альтернативный стандарт» требует от эмитента:

- наличие как минимум 5000 акционеров во всем мире, каждому из которых принадлежит 100 и более акций компании;
- как минимум 2.5 млн. публично размещаемых акций с общей стоимостью 100 млн. долларов США;
- 100 млн. долларов США резервов;
- 100 млн. долларов США общего дохода за три года (до уплаты налогов) с минимальной годовой прибылью в 25 млн. долларов США.

Требования «внутреннего стандарта» следующие:

- минимум 2000 собственников 100 и более акций в США; либо 2200 собственников ценных бумаг компании в США и ежемесячный оборот в

США, составляющий 100.000 таких ценных бумаг ежемесячно в течение шести месяцев, предшествовавших обращению на бирже;

- минимум 1,1 млн. публично размещаемых акций стоимостью не менее 18 млн. долларов США, исключая акции принадлежащие директорам, должностным лицам и их ближайшим родственникам, а также акции держателей 10% и более капитала компании;
- минимум 18 млн. долларов США резервов;
- доход компании до уплаты налогов за предшествующий листингу год не менее 2,5 млн. долларов США и минимум 2 млн. долларов США за предшествующие ему 2 года; либо 6,5 млн долларов США такого дохода за последние 3 года. При этом в предшествующем листингу году такой доход должен составлять минимум 4,5 млн. долларов США и минимум 2 млн. долларов США за 2 предшествующих года²².

Как видно из приведенных выше показателей «альтернативный стандарт» требует наличия значительных средств и прибылей компании в отличие от «внутреннего стандарта».

Соответствие одному из стандартов проверяется в ходе «конфиденциального предварительного исследования компании» биржей. Для этого компания должна предоставить все необходимые документы или их копии, запрашиваемые биржей. Например, заверенную копию устава, копию депозитного договора, образцы сертификатов АДР, последний из зарегистрированных проспектов эмиссии, копии ежегодных финансовых отчетов эмитента, некоторую информацию касающуюся размещения АДР и др.

Часто компаниям, выпустившим АДР, разрешается не предоставлять часть документов или предоставлять их в сокращенном виде. Это возможно, если в месте

²¹ <http://www.nyse.com/listed/listed/html>

инкорпорации компании закон не накладывает тех ограничений, которые предусмотрены биржей.

Для получения листинга на NYSE требуется также заявление о листинге. Рассмотрев данное заявление, биржа принимает решение о допуске компании к листингу, и стороны заключают договор. После этого иностранная (российская) компания уплачивает листинговые сборы, градация размеров которых происходит на основе количества миллионов акций.

Сначала уплачивается разовый базовый размер за листинг любого типа ценных бумаг – 36.800 долл., затем:

- за 1-ый и 2-ой миллион АДР – 1450 долларов США
- за 3-ий и 4-ый миллион АДР – 7400 долларов США
- от 5-и до 300 миллионов АДР – 3500 долларов США
- сверх 300 миллионов АДР – 1900 долларов США.²³

Помимо вышеперечисленных сборов существует также ежегодная плата, взимаемая за изменение названия компании, ценных бумаг и т.д.

²² <http://www.nyse.com/listed/listed.html>

²³ Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001

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

В связи с существенными различиями правовых систем России и США при практической реализации проектов АДР возникает ряд существенных проблем.

Проблема правового регулирования рынка АДР остается не решенной и сегодня. В Законе «О рынке ценных бумаг» нет упоминания ни об АДР, ни о таком понятии, как «номинальное хранение ценных бумаг», хотя в процессе работы с АДР структура номинальных держателей играет одну из основных ролей: с ее помощью осуществляется передача инвесторам прав владельцев акций.

Основными трудностями, с которыми сталкиваются российские компании при попытке разместить свои ценные бумаги за рубежом, можно назвать следующие: 1) несоответствие законодательной и учетной систем России и США, 2) трудности при реализации прав владельцами АДР (случай с РАО ЕЭС России), 3) проблема качества и своевременности информации предоставляемой инвесторам, 4) обеспечение прозрачности, 5) проблема выплаты дивидендов и многие другие.

Первая проблема связана с необходимостью учета и хранения ценных бумаг, являющихся базовым активом для выпуска АДР (далее акций) либо на счете зарегистрированного лица в системе ведения реестра, либо на счете депо в депозитарии.

Сегодня в рамках действующего законодательства не существует легальных механизмов ведения учета и хранения акций, которые бы согласовались с общепринятой практикой выпуска АДР. Счет депо открывается на имя банка депозитария осуществляющего выпуск АДР. По российскому законодательству этот счет - счет номинального держателя, то есть лица, осуществляющего учет ценных бумаг в интересах других и не являющегося владельцем этих ценных бумаг.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» функции номинального держателя могут выполнять только профессиональные участники этого рынка, имеющие лицензию на осуществление депозитарной деятельности. Часто американский банк-депозитарий не имеет ни соответствующей лицензии, ни является даже резидентом Российской Федерации, а, следовательно, им не может быть открыт счет номинального держателя, и он не может являться таковым в отношении ценных бумаг российского эмитента.

Также депозитарный банк не является и собственником и осуществляет лишь учет и хранение в интересах владельцев АДР. Если же банк-депозитарий и будет формально являться собственником, то это будет означать, что он берет на себя дополнительные риски, связанные, например, с тем, что на ценные бумаги владельцев может быть обращено взыскание по обязательствам банка-депозитария.

Отсюда вытекает другой вопрос: кто же является реальным собственником ценных бумаг - базового актива АДР.

Фактически владелец АДР является собственником только самих АДР, и акции российской компании переходят в его собственность только после обмена АДР на соответствующее количество акций. Таким образом, вопрос о том, кто же является собственником депонированных акций компании, не имеет однозначного решения.

Другой не менее острой и нерешенной проблемой является возможность осуществления владельцами АДР своих прав по акциям. Эта проблема имеет два аспекта.

Во-первых, проблема учетной системы в США и России. Разница заключается в том, что в США эта система построена по принципу так называемого «закрытого реестра». Суть этого принципа сводится к тому, что по желанию инвестора, он, как конечный владелец акций, может остаться неизвестным ни эмитенту, ни другим акционерам, но при этом осуществлять свои права. В России же действует обратный

принцип – «открытого реестра», когда номинальный держатель обязан раскрыть по запросу информацию о владельцах. Здесь и возникает противоречие, когда американский депозитарий просто не может удовлетворить это требование. В то же время отсутствие имени владельца по российскому законодательству лишает акционеров возможности (права) осуществлять свои права.

Помимо этого, если банк-депозитарий выступает в качестве владельца, то ему высылается только один бюллетень для голосования и, соответственно, голосовать он может только единым пакетом. Закон «Об акционерных обществах» гласит, что голосование на общем собрании акционеров может осуществляться бюллетенем для голосований. При таком голосовании засчитываются голоса только по вопросам, где голосующим оставлен только один из возможных вариантов голосования. Если бюллетень заполнен с нарушением, то он считается недействительным и голоса в нем не учитываются.

Таким образом, проблема права голоса также является нерешенной в рамках законодательства.

Другой аспект проблемы реализации прав владельцев АДР - выражение воли акционеров при голосовании. Одним из условий депозитного соглашения является возможность банка-депозитария голосовать пакетом не проголосовавших акций по своему усмотрению или передавать такое право менеджменту российской компании. Владельцы АДР сознательно идут на такие условия при их приобретении. При этом всегда остается альтернатива выбора: 1) купить АДР и использовать преимущества этого инструмента или 2) купить собственно ценные бумаги российского эмитента, зарегистрироваться в системе ведения реестра владельцев именных ценных бумаг или в депозитарии и осуществлять все права по ценным бумагам самостоятельно.

Вопрос голосования остается весьма острым, поскольку в основном менеджмент российских компаний до сих пор голосует за не проголосовавших владельцев АДР,

как это было в случае РАО ЕЭС России. В компании «Сургутнефтегаз» проблемы подобного рода были связаны с неправильной технологией уведомления владельцев АДР о собраниях, о повестке дня и т.д.

Возможным решением первых двух проблем может быть создание федерального закона, определяющего особенности учета ценных бумаг, являющихся базовым активом для выпуска АДР, и порядка осуществления владельцами АДР прав по акциям российских предприятий. Другим вариантом решения может являться внесение изменений и дополнений в действующее законодательство, например:

- четко определить статус американского банка-депозитария как держателя акций российской компании;
- зафиксировать, что владельцы АДР являются владельцами соответствующего количества акций (базового актива);
- предусмотреть для американских депозитариев открытие счета со специальным статусом, например, «уполномоченный номинальный держатель». Специфичность этого счета будет состоять в том, что он будет открываться только для учета ценных бумаг, выступающих в качестве базового актива для выпуска АДР. Кроме того, этот счет необходимо освободить от необходимости раскрытия информации о конечных владельцах акций по запросу эмитента. Раскрываться должны только те инвесторы, которые хотят принять личное участие в общем собрании акционеров;
- изменить процедуру голосования бюллетенями на общем собрании акционеров. Владельцам АДР должно направляться по одному бюллетеню по каждому вопросу повестки дня, а американскому депозитарию три бюллетеня по каждому вопросу, с возможностью отмечать один из трех вариантов ответов с указанием количества проголосовавших акций.

Третья проблема - качество информации, предоставляемой инвесторам. В соответствии с депозитным соглашением банк-депозитарий не несет ответственности за непредставление или несвоевременное предоставление информации от эмитента.

После того, как удалось привлечь внимание к данной проблеме, депозитарные банки стали выделять под программы АДР российских компаний отдельных представителей, помогавших акционерам реализовывать их права и следивших за своевременным получением информации инвесторами о проведении голосования на годовых собраниях акционеров.

Решением этой проблемы может стать передача голосов независимой организации (например, Ассоциации по защите прав акционеров), которая могла бы проголосовать в интересах акционеров – владельцев АДР. Возможен и другой вариант. Эмитент может создать специальные сайты в Интернете, на которых владельцы АДР могли бы проголосовать, используя при этом электронно-цифровую подпись и электронную почту, при условии, конечно, что полная информация о голосовании будет предоставлена в срок.

До сих пор существует проблема злоупотреблений при фиксации сведений о собственниках ценных бумаг регистраторами.

Для устранения проблем неправильной фиксации сведений регистраторами, на практике, как правило, используется договорный способ регулирования. В депозитное соглашение включаются нормы, в соответствии с которыми российский эмитент обязуется предпринимать все необходимые действия для того, чтобы обеспечить достоверность и полноту всей информации, содержащейся в реестре акций, ведущемся российским регистратором ценных бумаг. По просьбе депозитария или хранителя эмитент обеспечивает им или их агентам (номинальным держателям) 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, надлежащим образом заверенные регистратором, а также гарантировать перерегистрацию прав собственности на депонированные ценные бумаги в реестре в связи с любым депонированием или изъятием депонированных ценных бумаг.

Важной гарантией от ошибок в реестре является закрепление в депозитном договоре приоритета учетных документов депозитария и хранителя над ошибками, имеющимися у регистратора.

И еще ряд проблем: противоречивость российского законодательства в отношении ставки налога на продажу и приобретение депозитарных расписок, а также на дивиденды и иные выплаты по ценным бумагам, неудовлетворительное осуществление рядом регистраторов своих функций.

Спорным остается вопрос и о покупке АДР российскими инвесторами. Покупая депозитарную расписку и ценную бумагу ей представленную, такой инвестор совершает валютную операцию, связанную с движением капитала, и подпадает под действие Закона РФ от 9 октября 1992 г. «О валютном регулировании и валютном контроле» и его несоблюдение ведет к ответственности, вплоть до «взыскания в доход государства всего полученного по ...делкам». Действующий порядок требует получения разрешения (лицензии) Центрального банка РФ на осуществление таких сделок.

Однако, несмотря на все эти трудности, проекты выпуска АДР, являются эффективным способом привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику. Это наиболее перспективный путь выхода российских эмитентов на международный фондовый рынок в ближайшие годы. Наиболее перспективными для России являются спонсируемые проекты первого уровня и выпуск депозитарных расписок по Правилу 144А. Они не требуют существенного раскрытия информации

об эмитенте. Также нет необходимости в подготовке бухгалтерской отчетности по правилам US GAAP.

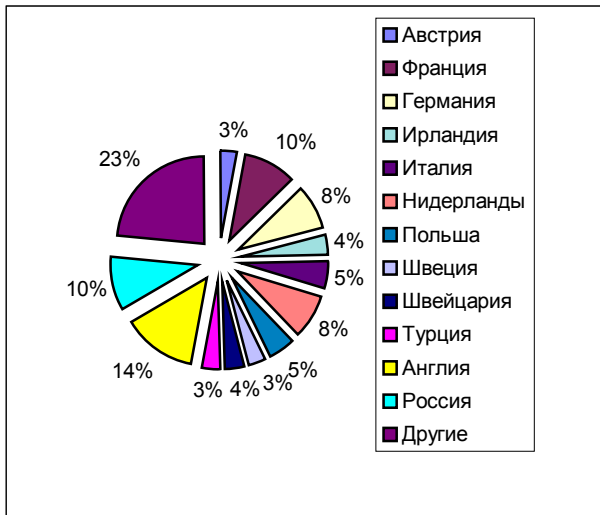
Опыт проведения проектов АДР российскими эмитентами в целом можно считать успешным. Для российских банков участие в проектах депозитарных расписок требует их всестороннего совершенствования с точки зрения соответствия международным стандартам.

Глава 3 Взаимосвязь динамики цен на АДР и базовый актив

3.1 Общий обзор рынка акций российских компаний в связи с рынком АДР

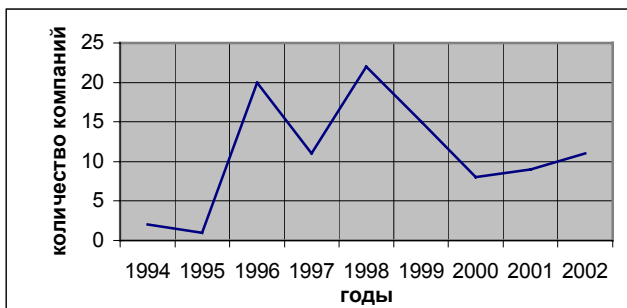
Несколько лет назад, начиная с декабря 1994 года, когда российская компания с иностранным участием «Sun Interbrew» выпустила АДР первого уровня, российский рынок ценных бумаг начал интеграцию в мировую систему торговли ценными бумагами. Происходило это в формах, приемлемых не только для внутренних его участников, но и для внешних инвесторов. Вполне понятно, что предпочтения крупных компаний были отданы (помимо прочих) этому инструменту рынка ценных бумаг, исключающему риски, свойственные развивающимся странам, и находящемуся под строгим контролем SEC, являясь определенной гарантией выпускаемых АДР.

1994-ый и 1995-ый года, отмеченные началом активных исследований рынка АДР, привели сейчас к тому, что число российских компаний, на акции которых были выпущены депозитарные расписки, составляет около 60-ти, исключая дочерние и зависимые компании. По данным «Бэнк оф Нью-Йорк» Россия относится к числу европейских стран, выпускающих АДР разных уровней (сюда входят и АДР, выпущенные по Положению S), и занимает вполне значимую долю среди них. По числу компаний, выпустивших АДР (не включая дочерние и зависимые общества) Россия делит второе место с Францией (после Англии) среди стран Западной и Восточной Европы. Это наглядно демонстрирует приведенная ниже диаграмма.



Итак, выпуск АДР начался с конца 1994 года российской компанией с иностранным участием. Однако первой чисто российской компанией, выпустившей АДР на свои акции, было АО «Мосэнерго». Выпуск депозитарных расписок, произведенный в конце 1995 года был осуществлен на сумму 22,5 млн. долларов США. Высокую популярность эмитента подтверждало то

обстоятельство, что спрос на размещаемые акционерным обществом АДР в три раза превысил предложение.²⁴ В настоящее время АДР АО «Мосэнерго» котируются на фондовых биржах Германии и внебиржевом рынке США. Вслед за АО «Мосэнерго» последовал нефтяной холдинг «Лукойл», выпустивший АДР первого уровня 27 декабря 1995 года.



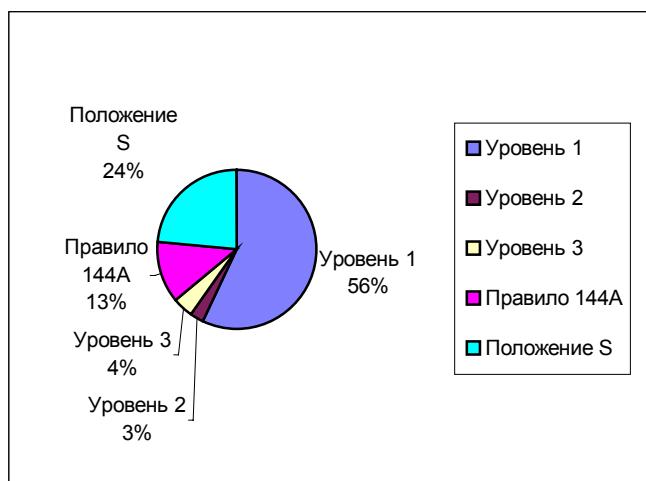
Анализируя изменение количества российских компаний, начиная с первого выпуска, можно отметить, что в 1996 и 1998 годах количество компаний резко возросло и достигло к началу 2000 года приблизительно пятидесяти пяти. Начиная с

2000 года лишь небольшое количество компаний решило выпустить АДР на свои ценные бумаги. Последними к настоящему моменту (на начало 2002 года) на международную арену вышли такие компании, как: «Вимм-Билль-Данн», «Хантымансийскокртелеком», «Связьинформ (Нижний Новгород)», «Новгородтелеком», «Ростовэлектросвязь», «Челябинсксвязьинформ», «Самарасвязьинформ», «Уралсвязьинформ», «Южная Телекоммуникационная компания», «Тюменьтелеком». Характерным является то, что в основном это

компании, представляющие сферу связи и размещающие свои АДР на внебиржевом рынке. Также из названий перечисленных компаний видно, что к программам выпуска АДР активно подключаются и региональные компании. Единственной компанией, выпустившей в феврале этого года АДР третьего уровня, стала компания «Вимм-Билль-Данн».

Интересная ситуация сложилась после финансового кризиса 17 августа 1998 года, которая и явилась подтверждением того, что АДР является эффективным финансовым инструментом для привлечения иностранных инвесторов на российский рынок. После финансового кризиса АДР некоторое время были единственным производным инструментом на акции отечественных предприятий, который реально торговался на фондовом рынке. Несмотря на то, что их котировки упали в несколько раз, они все же сохранили свою ликвидность на международном рынке ценных бумаг. Все остальные акции российских компаний просто нельзя было продать, и они осели мертвым грузом в портфелях инвесторов.

В настоящее время российские компании, оценив преимущества программ АДР,



снова начинают готовить программы выпуска АДР.

Если посмотреть на выпуски АДР в «уровневом» разрезе, то можно заметить, что основную долю – более 50% - составляют депозитарные расписки первого

уровня. Также заметную долю составляют АДР, выпущенные в соответствии с Правилом 144А и Положением S. По данным Bank of New York все выпуски депозитарных расписок были спонсируемы. Российских компаний, осуществивших

²⁴ Шилина Г., Мальев М. Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок. //

выпуск АДР третьего уровня к сегодняшнему дню насчитывается только три, а именно: «Вымпелком», «МТС» и «Вимм-Билль-Данн». При этом «Вымпелком» была первой компанией, которая выпустила АДР третьего уровня.

Такое положение на рынке возможно объясняется тем, что, во-первых, проекты программы третьего уровня являются весьма дорогими и трудоемкими, и некаждая компания может себе позволить их выпуск. Затраты на нее составляют более 0,5 млн. долл., и поэтому многие российские компании считают, что эта программа не стоит таких денег, и предпочитают выпускать АДР более низких уровней. Во-вторых, SEC предъявляет очень жесткие требования к раскрытию информации, в то время как многие отчетственные компании не хотят предоставлять необходимые сведения о своей деятельности.

Скорее всего это две основные причины, по которым российские эмитенты отдают предпочтение АДР первого уровня. Хотя по сути, только АДР третьего уровня можно считать инвестиционным инструментом в полном смысле. АДР же первого и второго уровней можно, скорее всего, отнести к инструментам создания положительного имиджа, ведь реальных денежных средств компании-эмитенту они не приносят, поскольку больше служат для спекулятивных целей.

Среди депозитарных банков абсолютным лидером по количеству обслуживаемых программ АДР является The Bank of New York. На этот банк приходится 56,4% всех спонсируемых программ АДР и 44,3% неспонсируемых программ. Ближайшие конкуренты – Citibank – 24,9% и 41,6%, и Morgan Guarantee – 17,7% и 9,8% программ соответственно²⁵.

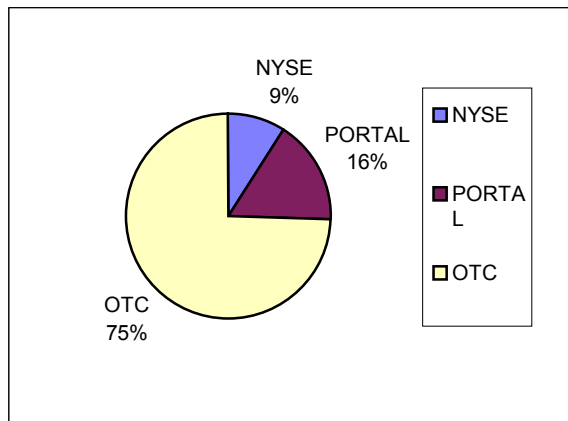
Однако заинтересованность российских компаний в привлечении инвестиций в свою деятельность путем выпуска АДР третьего уровня налицо.

Рынок ценных бумаг. -1996. -№3. -С.5.

²⁵ The Bank of New York. Press releases: New records established in depositary receipt markets in 1999.// - С.5.

В январе 2000 года вышел пресс-релиз «Сибнефти», где говорилось о намерении компании выпустить в 2000 году АДР третьего уровня. К началу февраля 2000 года в рамках подготовки к выпуску АДР третьего уровня была даже 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%).²⁶ Российская компания «Аэрофлот – Российские международные авиалинии» также заявляла о своих намерениях выпустить АДР третьего уровня в середине 1999 года. Однако по разным причинам до настоящего времени ни одна из

заявленных программ выпуска АДР не была осуществлена.



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

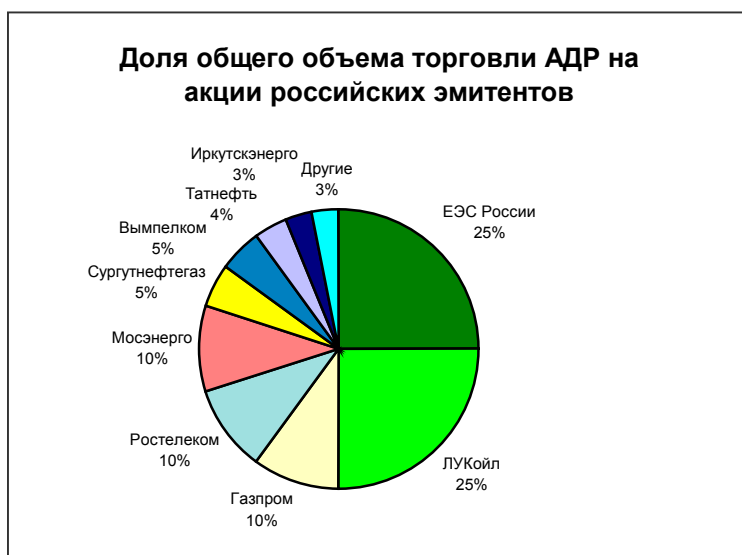
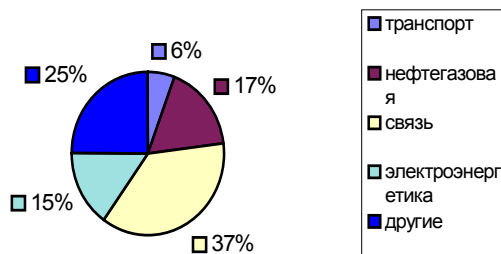
(OTC, NASDAQ, NYSE), Лондон, Берлин, Франкфурт и других. Абсолютное большинство же из существующих программ выпуска АДР были размещены на внебиржевом рынке (на рисунке это OTC). Практически все эмитенты начинают размещение своих ценных бумаг за рубежом с этого уровня АДР, постепенно конвертируя их в АДР более высокого уровня в зависимости от популярности этих производных на внебиржевом рынке.

²⁶ «Сибнефть» намерена выпустить ADR-3. // новости Интерфакс. -30 декабря 1999.

К настоящему моменту лишь пять российских компаний: «Вымпелком», «МТС», «Вимм-Билль-Данн», «Ростелеком» и «Татнефть» - добились того, что АДР на их акции котируются на одной из самых престижных бирж мира – NYSE.

Исходя из имеющихся данных можно также сказать, что АДР выпущены на ликвидные акции российских компаний многих отраслей, как-то: нефтяная, газовая, телекоммуникационная, транспортная, машиностроение, энергетическая и т.д.

Процентное соотношение отраслей, исходя из количества компаний, осуществивших выпуск расписок, наглядно представлено на графике. Из этого графика видно, что на первом месте по количеству компаний, выпускающих АДР, находится, отрасль связи. Также не последнее место занимают нефтегазовая и электроэнергетическая отрасли.



:

Ренессанс-Капитал.

Что же касается объемов торговли той или иной бумагой, то здесь судить можно весьма приблизительно и только на основании экспертных оценок. Рынок АДР в основном внебиржевой и поэтому полной

прозрачности у него нет. Единственной организацией, наиболее полно владеющей такой информацией, является The Bank of New York, но она ее не публикует.

Поэтому, на основании данных инвестиционной компании «Ренессанс-Капитал» первое место по объемам торговли АДР делят две российские компании РАО «ЕЭС России» и нефтяная компания «Лукойл».

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.

Практически все российские компании, когда-либо выпускавшие АДР на свои акции, приведены в таблице в Приложении 2.

При анализе таблицы видно, что только три российских коммерческих банка осуществили программы выпуска АДР, а именно: «Менатеп», «Возрождение» и «Инкомбанк». После финансового кризиса торговля АДР на акции этих коммерческих банков носила разовый характер, а в начале четвертого квартала 1999 года АДР на акции этих банков и вовсе исчезли из листинга The Bank of New York.

Начиная с 1999 года, The Bank of New York официально рассчитывает и предоставляет для публичного пользования сводный индекс (Composite Index) движения цен на все АДР, имеющих листинг на NYSE, AMEX и NASDAQ. Этот индекс, как и любой другой, призван точно и своевременно отображать ситуацию в данном случае на всем рынке АДР в целом, быть хорошим инструментом для прогнозирования направления движения рынка, средством для предсказания ситуации при помощи инструментов технического анализа и т.д.

В разрезе данного сводного индекса банка представлены следующие четыре региональных индекса: Европейский Индекс АДР (The Europe ADR Index), Азиатский Индекс АДР (The Asia ADR Index), Латиноамериканский Индекс АДР (The Latin

America ADR Index) и Индекс АДР Развивающихся Рынков (The Emerging Markets ADR Index). В расчет Индекса АДР Развивающихся Рынков The Bank of New York включает котировки АДР, выпущенные компаниями из следующих 18 стран: Тайвань, Чили, Аргентина, Китай, Бразилия, Мексика, Южно-Африканская республика, Гонг-Конг, Гана, Колумбия, Израиль, Венесуэла, Перу, Индия, Корея, Венгрия, Россия и Индонезия. К российским компаниям, вошедшим в этот список, относятся «МТС» и «Ростелеком».

Среди перечисленных стран количество выпущенных спонсируемых программ АДР российскими компаниями занимает достаточно большую долю. Помимо этого Россия относится к развивающимся странам. В связи с этим Индекс АДР Развивающихся Рынков представляет наибольший интерес для российских компаний. Динамику этого индекса в сравнении с Индексом АДР (BNY ADR Index) Бэнк оф

Нью Йорк можно проследить на приведенном ниже графике.

Анализируя приведенный график, можно отметить, что рост Индекса АДР Развивающихся Рынков в первую четверть 2002 года составил около 9% по сравнению с четвертой четвертью 2001 года, рост за которую составил около 26%. В то же время Индекс АДР Бэнк оф Нью-Йорк оставался неизменным в первой четверти 2002

года²⁷. Рост цен на АДР развивающихся рынков был сильным за счет роста в странах Латинской Америки и Азии, также как в России и Южной Африке.

Также The Bank of New York рассчитывает индекс на российские АДР. (The BNY Russia ADR Index). По данным The Bank of New York индекс на российские АДР

BNY EMERGING MARKETS ADR INDEX, BNY ADR INDEX AND MSCI EMG EMERGING MARKETS FREE INDEX



закончил первую четверть 2002 года с ростом в 16,5%, следуя за ростом в 44% последней четверти 2001 года и 45,5% роста за год в целом. Основными компаниями, цены на которые росли в течение 2002 года больше всех остальных, являются АО «Гатнефть» (рост цен на АДР составил 36%), «Вымпелком» (вырос на 23,5%) и «Ростелеком» (с ростом в 47%). Среди стран входящих в расчет Индекса АДР Развивающихся Рынков российская компания «Ростелеком» стоит на шестом месте по процентному изменению на цены АДР.²⁸

На сегодняшний день статистическую информацию по результатам торговли АДР на акции российских эмитентов на западных фондовых рынках (за небольшим исключением) можно получить только на платных сайтах Интернет. В настоящее время практически единственной российской компанией, предоставляющей такого рода информацию для любого пользователя глобальной сети Интернет в свободном доступе, является АК&М.

Компания АК&М начиная с 17 ноября 1997 года рассчитывает индекс АДР российских компаний. В листинг, который действителен с 15 сентября 2000 года, для расчета индекса АДР входит 10 эмитентов, которые приведены в таблице.

NN	Название эмитента	Уровень АДР	Количество выпущенных депозитарных расписок (на 01.07.00)	Закрепленная торговая площадка
1	Вымпелком	III	21739789*	New York Stock Exchange
2	Газпром	144A, REGS	46873556	London Stock Exchange ISEAQ
3	РАО "ЕЭСРоссии"	I	69661690	NASD OTC BULLETIN Board

²⁷ "The Bank of New York ADR Indices: Performance for the first quarter of 2002" // The Bank of New York, March 2002

²⁸ "The Bank of New York ADR Indices: Performance for the first quarter of 2002" // The Bank of New York, March 2002, с5

4	"ЛУКОЙЛ" НК	I, 144A	71616254	NASD OTC BULLETIN Board
5	Мосэнерго	I	79149630	Frankfurter Wertpapier Boerse
6	Ростелеком	II	34895262	New York Stock Exchange
7	Сургутнефте- газ	I	97882328	Frankfurter Wertpapier Boerse
8	Татнефть	II	32500000	Frankfurter Wertpapier Boerse
9	ТД "ГУМ"	I	13344000	Frankfurter Wertpapier Boerse
10	Черногор- нефть	I	6256183	Frankfurter Wertpapier Boerse

Дата начала расчета индекса АДР – 17 ноября 1997 года. Начальное значение составляло 1.000.

Индекс АДР по состоянию на 7 мая 2002 года имел следующие показатели:²⁹

	значение	изменение		max за 52 недели	min за 52 недели	max за историю	min за историю
		абс.	%				
Индекс АДР	1,063	-52	-4,66	1,125	0.535	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	-4.92	+7,05	22,61	+51,42	+70,08		

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. Расчет Индекса АК&М АДР.

Индекс АК&М АДР рассчитывается на основе курсов АДР на внешнем рынке, определенных по указанной выше методике. При расчете используется листинг эмитентов. Начальное значение индекса равно 1. Значение индекса в каждый последующий рабочий день рассчитывается по формуле:

$$I_t = I_{t-1} \cdot \frac{\sum_{i=1}^m K_{it} \cdot N_i \cdot \Delta_i}{\sum_{i=1}^m K_{i,t-1} \cdot N_i \cdot \Delta_i}, \text{ где} \quad 30$$

I – индекс АК&М депозитарных расписок в дни t и $t-1$, m – количество эмитентов, депозитарные расписки на акции которых входят в листинг, K_i – курс i -той депозитарной расписки, N_i – количество находящихся в обращении депозитарных расписок i -того эмитента; Δ_i равно единице, если в дни t и $t-1$ торговля депозитарными расписками 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, депозитарные расписки на акции которых официально зарегистрированы страной, где они выпущены, прошли листинг и наиболее активно торгуются на торговых площадках.

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

²⁹ Официальный сайт информационно-финансовой компании АК&М; <http://www.akm.ru>

³⁰ официальный сайт АК&М <http://www.akm.ru>

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

При расчете курса акции на внешнем рынке учитываются цены на фондовых биржах и внебиржевых торговых системах, удовлетворяющих следующему условию: Торговые площадки находятся за пределами и не под юрисдикцией РФ.

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 двумя основными группами факторов:

- макроэкономические и политические факторы глобального порядка (например, поведение мировых финансовых рынков, поведение мирового рынка нефти и т.п.) и формирующие ситуацию в РФ;

- микроэкономические факторы, определяющие положение эмитента и ситуацию вокруг него.

При изучении рынка АДР на акции российских эмитентов важным также является определение степени корреляции рынка акций российских компаний и рынка АДР на акции этих же компаний, а также определения первостепенности влияния цен либо внутреннего рынка акций на цены АДР, либо наоборот.

До августовского кризиса 1998 года российский фондовый рынок имел несколько важных ориентиров, опираясь на которые, дилеры пытались прогнозировать дальнейшую ценовую динамику и принимали инвестиционные решения. Важнейшими ориентирами тогда считались цены на сырьевые товары и зарубежные фондовые индексы. Существовал еще один индикатор, имевший значительное влияние на настроения инвесторов, как российских так и иностранных, - это динамика цен на депозитарные расписки на акции российских эмитентов.

С середины 1999 года обстановка на российском фондовом рынке стала улучшаться. На фоне роста объемов торгов и притока спекулятивного капитала рынок приобрел потерянную за время кризиса ликвидность. В этих условиях вопрос о факторах, оказывающих значительное влияние на динамику российского рынка, вновь приобрел актуальность к сегодняшнему дню. Многие игроки связывают краткосрочные изменения цен на наиболее ликвидные акции отечественных компаний с ценами закрытия АДР на эти инструменты на американских фондовых биржах.

Существует две альтернативные гипотезы:

- первая – цены на АДР являются ориентиром для российского рынка. Аргументы в пользу этой гипотезы: 1) возросшее влияние на российских участников рынка внешних факторов (негативные экономические показатели США, опубликованные в мае 2000 года спровоцировали снижение на российском

рынке); 2) традиционно высокий удельный вес нерезидентов в числе участников рынка (оказал решающее влияние на российский рынок в ходе кризисов 1997-1998 гг.).

- вторая – определяющим фактором для рынка АДР является внутренний рынок акций. Аргументы: 1) новости воздействующие на российский рынок в течение дня начинают оказывать влияние на стоимость АДР с опозданием; 2) в условиях увеличения выпуска АДР, стабилизации политической и экономической ситуаций в стране, инвесторы обращают все большее внимание на финансово-производственные показатели компаний-эмитентов акций, на которые выпускаются АДР.

В целом обе гипотезы имеют право на существование, и для подтверждения либо опровержения необходимо провести сравнительный анализ временных ценовых рядов акций на внутреннем рынке и выпущенных на них АДР. К сожалению, из-за отсутствия возможности доступа к необходимой информации для расчетов корреляции и средних, которые могли бы дать объяснения, будут приведены мнения экспертов.

По мнению одних, можно констатировать, что динамика цен на АДР, во-первых, зависит от динамики цен акций на внутреннем рынке, во-вторых, на нее в малой степени влияют конъюнктурные изменения, происходящие на тех торговых площадках, где АДР обращаются. Однако данные выводы нельзя интерпретировать как «абсолютную» независимость рынка российских АДР от событий на американском фондовом рынке. Тем не менее, эта зависимость проявляется относительно редко, в случае значительных изменений на фондовом рынке (разворота тренда, биржевого обвала, повышения учетных ставок и т.д.). Вместе с тем, в более спокойные периоды стоимость российских АДР зависит от текущих цен акций на внутреннем рынке.

По мнению других экспертов, точка зрения которых является прямо противоположной, внешние факторы на 80-90% определяют динамику российского рынка акций. Рынки АДР являются доминантными по отношению к внутреннему рынку. Торговая активность по АДР на внешних рынках без учета акций РАО «ЕЭС России» больше объемов внутренних рынков. В 2000 году стала функциональной зависимость рынка акций России от США при значительной корреляции. Российский рынок также зависим от спекулятивных иностранных инвесторов. Доля спекулянтов в российских АДР и ГДР составляет не менее 60%-65%.³¹

При значительной функциональной зависимости внутреннего рынка от внешней конъюнктуры нельзя ожидать, что ближайшие годы инвестиционные ожидания и денежные ресурсы резидентов будут определять динамику рыночной стоимости российских ценных бумаг. С позиции конъюнктуры рынка акций события внутри России имеют сейчас значения только в том смысле, как они меняют конкурентоспособность страны на международных рынках капиталов и как они отражаются на инвестиционных ожиданиях нерезидентов.

Также можно выделить и другие связи и зависимости между этими двумя рынками: 1) полное разделение, когда рынок АДР и рынок акций не связаны друг с другом; 2) существование только одного рынка, когда единственным действующим сегментом является либо рынок АДР, либо рынок акций; 3) связанные рынки.

Полное разделение на два рынка (АДР и акции) предполагает, что рынок АДР и рынок акций российской компании совершенно не связаны друг с другом, АДР нельзя конвертировать в акции и наоборот. Например компания РАО «Газпром» следует принципу жесткого разграничения рынка своих ценных бумаг на внутренний и зарубежный сегменты. Для РАО «Газпром» внутривососсийские риски, как фактор, действующий на ценные бумаги, оказывают не столь значительное влияние: в

³¹ Я.М. Миркин «Среднесрочная конъюнктура фондового рынка» // Рынок ценных бумаг, 2001, №8

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

Другим примером могут послужить акции и АДР на эти акции - РАО «ЕЭС России». 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%.³² 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. Это привело к разрыву цен между АДР и акциями, лежащими в их основе. В течение этого периода разрыв в ценах между АДР и акциями составлял 4-5 - значительная разница для РАО «ЕЭС России».

Спустя некоторое время произошло снятие ограничений The Bank of New York на депонирование акций РАО «ЕЭС России». Для программ АДР это говорит о том, что после кризиса августа 1998 года стала восстанавливаться определенная степень доверия США к российскому рынку в целом. Снятие ограничений, которое произошло через после кризиса, значительно повысило ликвидность АДР и повлияло на рост объемов торгов акциями этой компании в России.

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

³² 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.

При существовании одного из двух рынков выделяется единственный сегмент рынка, которым может быть как рынок АДР, так и рынок акций компании,



осуществившей выпуск АДР.

В данном случае примером может служить компания «Вымпелком». В 1996 году происходило параллельно два события: размещение АДР на акции этой компании с листингом на NYSE в США и

попытка создания местного рынка на акции «Вымпелкома». Сначала акции компании были включены в котировальный лист РТС второго уровня, позже, в начале 1997 года, акции «Вымпелкома» прошли листинг и были включены в котировальный лист РТС первого уровня. Однако, размещение всей эмиссии произошло среди иностранных инвесторов и акций в России не осталось для того, чтобы в них могли вложить свои средства местные инвесторы. Вследствие практически нулевых объемов торговли на акции компании «Вымпелком» сначала был переведен обратно в РТС-2, а затем по просьбе самой компании в начале 1998 года вообще исключен из листинга РТС. В это же самое время объемы торговли в США постоянно растут. Таким образом, ценные бумаги «Вымпелкома» стали более американскими бумагами, нежели российскими.

Анализируя приведенный график, на котором представлены динамики цен АДР на акции «Вымпелкома» (VIP), цен самих акций (VIP(U)) и индекс РТС (RTSI) видно,

что корреляция между котировками цен на АДР «Вымпелкома» и общим индексом цен на российские акции в начале 2000 года исчезла.

В качестве противоположного примера можно привести АО «Самараэнерго». Эта российская компания в начале 1998 года осуществила программу выпуска АДР, однако это не привело к образованию ликвидного рынка на АДР, в то время как обыкновенные акции эмитента достаточно активно торгуются на российском фондовом рынке.

При рассмотрении связанных рынков, берутся АДР и акции компании, не имеющие ни объективных, ни субъективных между собой преград. В качестве примера может служить НК «Лукойл», входящая в первую тройку компаний по оборотам торговли акциями на российском фондовом рынке, цены на которые рассматриваются также за период начала 2000 года, поскольку именно тогда эта

компания являлась ярким примером связанных рынков.



Приведенный график отражает связь между рынком АДР (LUKOY) и рынком акций компании (LUKOY(U)), которые плавно перетекают один в другой без ярко выраженного разрыва в ценах. Как видно из графика изменение цены на финансовый

инструмент на одном рынке неизбежно и немедленно приводит к такому же изменению цены на другом рынке.

Итак, 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 снова наблюдаются тенденции повышения интереса к программам АДР, и в частности 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/Положению S, 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.

3.2. Анализ взаимосвязи цен на АДР и лежащие в их основе акции российских эмитентов.

Данная часть главы посвящена анализу определения взаимосвязи цен на АДР и лежащие в их основе акции российских эмитентов. Данный анализ будет проводиться в основном за период, не превышающий двух лет (от апреля-мая 2000 до апреля-мая 2002 года), и основан на результатах, полученных в предыдущей части, а также на основании исследования динамики цен на АДР и акций трех российских компаний, выбранных на основе отчета первой четверти 2002 года The Bank of New York. В данном отчете говорится о том, что три российские компании, а именно: «Вымпелком», «Ростелеком» и «Татнефть» к настоящему моменту являются лидерами по росту цен на фондовом рынке США среди российских компаний, принявших решение о выпуске АДР.

АДР этих компаний вызывали наибольший интерес, начиная с 1998 года, как у иностранных инвесторов, так и российских аналитиков. Объемы торговли АДР этих российских компаний превышают объемы торговли выпущенными ими акциями на фондовом рынке России.

Основная цель данного исследования, анализа заключается в подтверждении одной из выдвинутых ранее гипотез: 1) цены на акции российского рынка оказывают влияние на цены АДР на внешнем рынке; 2) цены на АДР оказывают решающее воздействие на цены внутреннего рынка, 3) никакой зависимости между ценами на оба инструмента нет, иными словами рынок АДР существует независимо от рынка акций российских компаний. Для удобства сравнения цены и объемы сделок будут взяты на двух основных биржах: РТС в России и Нью-йоркской Фондовой Биржи в США.

Итак, «Вымпелком» – одна из крупнейших российских сотовых компаний, которая в ноябре 1996 года первой на российском рынке выпустила программу АДР третьего уровня. Благодаря выпуску АДР рыночная капитализация по отчету первой четверти 2002 года The Bank of New York составила 1,730,079,052 тыс. долларов США³³.

11 февраля 1997 года акции «Вымпелком» прошли листинг и были включены в котировальный лист РТС первого уровня. Однако 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 практически ни одной сделки с акциями этой компании. (Торговля акциями этой компании на РТС будет рассмотрена ниже).³⁴

³³ Официальный сайт The Bank of New York, <http://www.bnyadr.com>

³⁴ Официальный сайт НП «Фондовая биржа РТС», <http://www.rtsnet.ru>

В настоящее время АДР компании «Вымпелком» можно приобрести на некоторых немецких фондовых биржах, на NYSE и некоторых других фондовых биржах. Однако наиболее активная торговля ведется на NYSE. Объемы торговли на других биржах незначительны и не представляют интереса для исследования.

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 они представляют

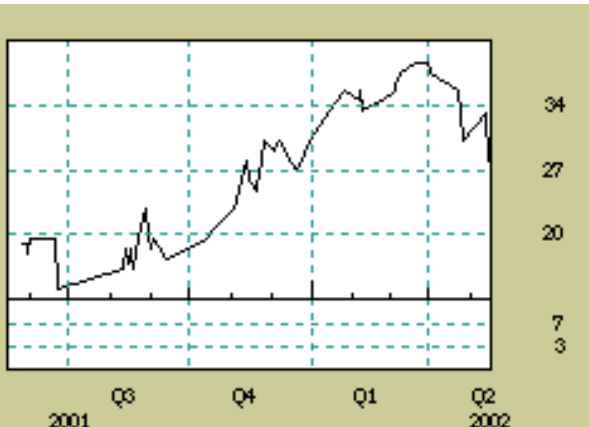
значительный интерес как для «быков», играющих на повышение, так и для «медведей», играющих на понижение. Значительное увеличение рыночной капитализации компании свидетельствует о высокой ее ликвидности.

Анализ приведенного выше графика и данных, предоставляемых The Bank of New York и NYSE, показывает, что цены на АДР компании «Вымпелком» неуклонно росли и максимальное значение цена достигла в начале марта 2002 года и составила приблизительно 35 долл., что более чем вдвое превышает минимальное значение цены (около 14 долл.) за рассматриваемый период.

Также из графика хорошо видно, что к маю 2002 года наметилось падение цен, однако уже в середине мая цена на АДР российской компании «Вымпелком» снова возросла. Если рассматривать динамику цен в процентном соотношении к марту 2001 года, то это будет выглядеть следующим образом: рост цен к началу марта 2002 года составил 126%, достигнув своего максимума. Если же сравнивать с ценовым значением на сегодняшний день, то рост составил около 60%. Максимальный объем

сделок наблюдался в ноябре-декабре предыдущего года (в конце ноября 2001 года объем сделок приблизительно равнялся 1,2 млн. долл.).

Что касается объемов сделок на РТС, то они значительно ниже. За период с 14.04.2000 по 14.04.2002 объем торгов по акциям «Вымпелком» составил 1,239,731 долларов США, объем торгов по количеству акций равен 39,997, а число сделок – 35.



На данном графике представлена динамика цен на акции российской компании «Вымпелком» на РТС. Как уже было отмечено выше, при сравнении цен на акции и АДР этого эмитента видно, что в начале 2000 года между ними практически полностью исчезла связь, однако, уже начиная с конца того же года, корреляция

цен становится все более отчетливой.

К 16 мая 2002 года цена на акции компании «Вымпелком» превысила максимум, достигнутый за рассматриваемый период и составила 40 долларов США. Это цена была зафиксирована еще 28 марта 2002 года и является по данным РТС последней датой сделки с акциями «Вымпелком» к сегодняшнему дню. Рыночная капитализация к началу апреля 2002 года по данным той же РТС составила 1,492,291,437. Число сделок за период с 2000 года по 12 апреля 2002 года составило ровно две³⁵. Анализируя данные предоставленные РТС в свободном доступе в системе Интернет можно отметить, что активность на рынке акций российской компании «Вымпелком» была незначительной и в среднем число сделок за период с июля 2000 года до 28 ноября того же года равнялось двум.

В настоящее время «Ростелеком» является одной из крупнейших телекоммуникационных компаний России. В 1997 году был 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.³⁶

Акции «Ростелеком» в России включены в котировальный лист РТС и ММВБ первого уровня. Сделки с ними заключаются регулярно, объемы торговли в отличие от сделок с акциями «Вымпелком» достаточно большие. Объем торгов в долларах США РАО «Ростелеком» составил за период с 13.04.2000 по 13.04.2002 333,619,098, объем торгов по количеству акций за этот же период – 271,016,865, а общее число сделок – 8,024. Для сравнения приведу объем сделок с АДР этой же компании на Нью-йоркской Фондовой Бирже. Максимальный объем сделок был зафиксирован на начало января 2002 года и составил около 4,9 млн. долл. США, а по состоянию на 14 мая 2002 года – 140,300. Капитализация АДР российской компании «Ростелеком» по данным NYSE составляет около 1.060 млрд. долларов США.



Анализируя данный график цен на АДР компании «Ростелеком» можно отметить следующее. Во-первых, за период с середины мая 2001 года до середины мая 2002 года цена на АДР «Ростелеком» начала падать и достигла своего минимума в начале октября 2001 года, составив приблизительно 2,8 долл. США. После этого наметился рост, который продолжался до середины мая 2002 года. Максимального значения цена на АДР российской компании за рассматриваемый период достигла в конце апреля 2002 года и составила около 9,8 долл. За одну АДР. В

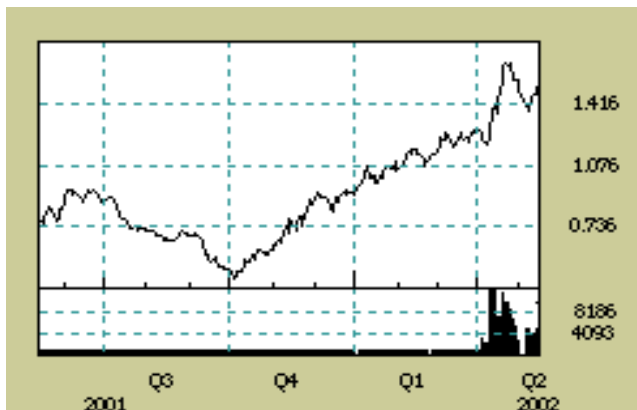
³⁵ официальный сайт НП РТС <http://www.rtsnet.ru>

³⁶ Пресс-релиз компании РАО «Ростелеком». // -декабрь. -1999.

процентном отношении это выгладит так: рост цен на АДР «Ростелеком», если сравнивать уровень цен в середине мая прошлого года с максимальным значением - 98%, а в сравнении с уровнем цен к середине мая этого года – 70%.

Капитализация компании «Ростелеком» в РТС выглядит следующим образом:

Биржа	13.04.00	30.03.01	31.03.02
РТС	2,275,897,458 долл.	564,739,648долл.	918,157,363долл.



Что касается динамики цен на акции РАО «Ростелеком» на РТС, то можно отметить, что начиная с середины 2001 года цена на акции «Ростелеком» начала падать и к октябрю месяца достигла своего

минимум за период (май 2001 года - май 2002 года.) – 0,46 долл. США. Однако уже с ноября месяца того же года снова наметился рост цен на акции и в начале 2002 года был достигнут максимум значения – 1,6 долл. США. По состоянию на середину мая 2002 года цена акций российской компании «Ростелеком» составила 1,49 долл. США.

АДР на акции компании «Ростелеком» торгуются на NYSE, на Чикагской и некоторых биржах Германии. Наибольшие объемы торговли приходятся также как и в случае с компанией «Вымпелком» на NYSE.

По приведенным данным видно, что капитализация АДР на акции «Ростелекома» на NYSE за последний месяц 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. Торговая активность, как и в случае с компанией «Вымпелком» 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, продолжает расти, достигнув уже своего первоначального значения, отмеченного при первом размещении АДР на этой бирже.

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 5-е место в России по объему добычи нефти³⁷. 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.

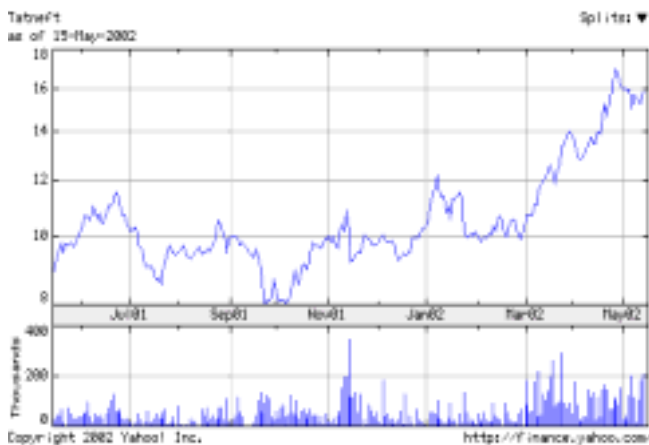
В настоящее время АДР «Татнефти» прошли листинг и котируются, помимо NYSE, на Чикагской фондовой бирже, на Лондонской фондовой бирже, на Берлинской и Франкфуртской фондовых биржах. Наиболее активная торговля АДР компании проходит на NYSE и на немецких биржах.

«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.

За период с 14.04.2000 по 14.04.2002 объем торгов на РТС составил 486,037,943 долл. США, объем торгов по количеству акций компании равен 972,651,922, а число сделок – 9,424. Максимальный объем сделок на NYSE был зафиксирован в середине ноября (за период с середины мая 2001 года по середину мая 2002 г.) и равнялся 3,6 млн. долларов США.

³⁷ <http://www.bnyadr.com/>

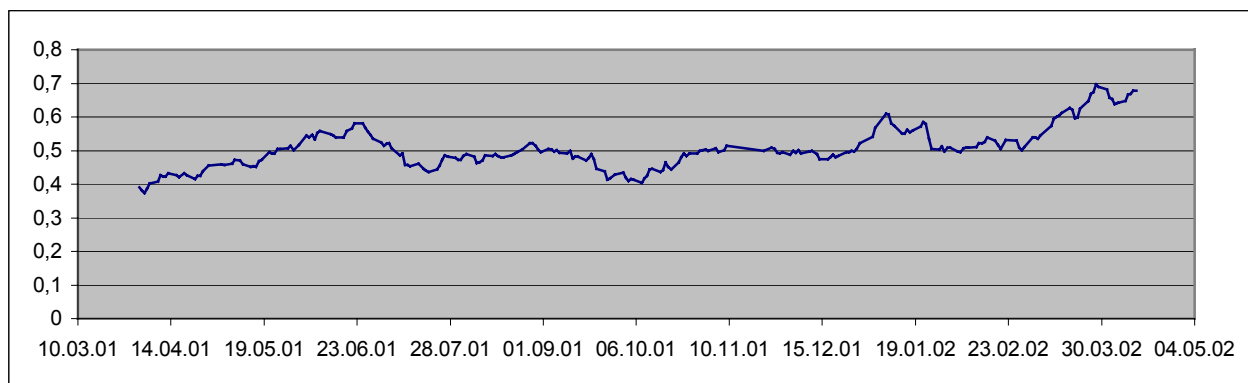
Рыночная капитализация по данным РТС на 12 апреля 2002 года составила 1,472,250,241, а на середину апреля 2000 года была равна 1,279,980,786. В тоже время капитализация «Татнефть» по данным NYSE на май 2002 года равна 1,658 млрд. долл., а на апрель 2000 года - 1,13 млрд. долл. Как видно из приведенных цифр, во-первых, капитализация на американском рынке растет более значительными темпами, однако при этом капитализация на российском фондовом рынке незначительно



уступает американским показателям.

Что касается движения цен на АДР российской компании «Татнефть», то из приведенного графика видно, что цена на АДР российской нефтяной компании подвержена значительным

колебаниям. Во-вторых, цена на АДР к концу апреля 2002 года (в сравнении с ценой в середине 2001 года) достигла своего максимума и была зафиксирована на отметке около 17 долл. США. Своего минимального значения цена на АДР «Татнефть» достигала дважды за этот же период, а именно: в конце сентября и начале октября 2001 года и была равна приблизительно 8 долл. США. К середине мая 2002 года цена на АДР компании «Татнефть» стала равной 15,8 долл. США. В процентном соотношении рост цен на АДР «Татнефть», если сравнивать максимальное значение цены с уровнем цен в середине мая 2001 года, составил 88%, а к середине мая 2002 года – 75%.



Данный график представляет движение цен на акции компании «Татнефть» за период с мая 2001 года по май 2002 года. Исходя из этого графика можно сказать, что максимальное значение за рассматриваемый период цена на акции «Татнефть» достигла в середине мая и составила около 0,85 долл. США за одну акцию, что составляет в процентном соотношении приблизительно 75% роста по сравнению со значением цены в конце мая 2001 года (около 0,4). Общая тенденция цен как и у предыдущих двух компаний: падение цен к концу 2001 года и с начала 2002 года рост цен на акции. Своего минимального значения – 0,4 – цена на акции достигла в октябре 2001 года. На сегодняшний день (в 20-ых числах мая) цена равна 0,84 долл. США за одну акцию российского эмитента «Татнефть».

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 уступить место NYSE, и это прекрасно понимают и в Нью – Йорке.

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. Однако все же самые большие объемы торговли АДР проходят через внебиржевой рынок.



Подводя итог всему вышесказанному можно отметить следующее. Во-первых, цены на АДР всех трех российских компаний на Нью-Йоркской фондовой

бирже имели следующую тенденцию: начиная с мая 2001 года по октябрь 2001 года цены имели тенденцию к снижению, однако уже с ноября 2001 г. тенденция меняется

на противоположную. Во-вторых, максимальные значения цен на АДР «Вымпелком», «Ростелеком», «Татнефть» были достигнуты приблизительно в одно и то же время – конец апреля – начало мая 2002 года. Однако этих данных недостаточно, чтобы сделать выводы о зависимости или независимости формирования цен на АДР и акции российских компаний.

Для этого необходимо произвести расчет корреляции между ценами на акции и АДР по каждой из рассматриваемых компаний: «Вымпелком», «Татнефть» и «Ростелеком». Расчет корреляции производится по формуле:

$$\frac{M_{xy} - M_x * M_y}{\sigma_x * \sigma_y} \text{ где}$$

X – цена на акцию российской компании на определенную дату;

Y – цена на АДР на акции российской компании на определенную дату;

M_{xy} – математическое ожидание произведения цен на акции (X) российской компании и цен на АДР (Y), выпущенные на акции той же российской компании;

M_x – математическое ожидание цен на акции российской компании;

M_y – математическое ожидание цен на АДР, выпущенные на акции той же российской компании;

σ_x – среднее квадратическое отклонение цены на акцию (X) российской компании от ее математического ожидания (M_x);

σ_y – среднее квадратическое отклонение цены на АДР, выпущенные (Y) на акции той же российской компании от ее математического ожидания (M_y).

Математическое ожидание цен (M) на каждый инструмент рассчитывается на основе следующей формулы:

$$\frac{\text{Сумма цен по каждому инструменту}}{n} \text{ где}$$

n – количество цен на данный инструмент.

Среднеквадратическое отклонение цены (σ) на соответствующий инструмент от математического ожидания (M) равно:

$$\frac{(\text{Цена инструмента} - \text{его математическое ожидание})^2}{n - 1} \quad \text{где}$$

n – количество цен на данный инструмент.

Для расчета все данные о ценах на акции и АДР каждой рассматриваемой компании взяты за период от 15 мая 2002 года до 15 мая 2001 года включительно. Количество цен в каждом ряду составляет 230. Расчет производился на основании данных, взятых с официальных сайтов двух биржевых площадок: РТС (по ценам на акции российской компании) и NYSE (по ценам на АДР, выпущенные на акции той же российской компании).

Для подтверждения или опровержения связи между ценами на акции выбранных российских компаний и АДР, выпущенных на них, проводился расчет корреляции по нормальным рядам данных на цены. Для подтверждения или опровержения влияния цен на акции российских на внутреннем рынке на цены на АДР, выпущенные на акции этих компаний, расчет корреляции проводился по сдвинутому ряду цен (сдвигался ряд цен на АДР на один день). Таким образом, рассчитав корреляции, исходя из этих условий можно определить, существует ли связь между ценами и какой рынок является определяющим в формировании цен.

На основании расчетов по приведенным выше формулам и с учетом всех условий получились следующие результаты. Корреляция по нормальному ряду по трем компаниям составляет от 0,6 до 0,7, следовательно связь между ценами существует и является значительной. Корреляция по сдвинутому ряду для каждой компании оказалась выше, чем по нормальному. Это говорит о том, что цены на

акции на российском рынке определяют цену на АДР на американском фондовом рынке.

Таким образом, можно сделать вывод, что, во-первых, на сегодняшний день цены АДР на акции трех российских компаний («Вымпелком», «Татнефть», «Ростелеком») и цены на акции, лежащие в основе АДР взаимосвязаны. Во-вторых, цены на акции на российском рынке оказывают влияние на формирование цены на АДР на внешнем рынке по этим трем компаниям.

Заключение

Итак, в данной работе был всесторонне рассмотрен такой инструмент фондового рынка, как американские депозитарные расписки. В рамках темы данной дипломной работы были раскрыты основные этапы выпуска АДР, роль основных участников выпуска АДР и соглашения, заключаемые с ними. Был рассмотрен механизм обращения АДР, вопросы законодательства и проблемы, возникающие в ходе претворения в жизнь программ АДР. В третьей главе был проведен общий анализ рынка акций российских компаний, на которые выпущены АДР, и рынка АДР, исследован вопрос существования связи и взаимозависимости между динамикой цен на акции и АДР, выпущенных на них. Также в ходе изучения данной темы был сделан ряд важных выводов.

В ходе изучения данного вопроса автор работы пришла к выводу о том, что АДР является весьма перспективным и взаимовыгодным инструментом как для отечественных компаний, так и для иностранных инвесторов, желающих разместить свои средства на российском рынке.

К основным преимуществам АДР для российских эмитентов можно отнести, во-первых, решение вопроса недооцененности российских предприятий. Если сравнивать капитализацию российских и зарубежных компаний, примерно равных по размеру, ассортименту и объему выпускаемой продукции, соотношение будет не в пользу отечественных производителей. Во-вторых, отчасти решается вопрос привлечения иностранного капитала так необходимого для российских компаний для решения вопросов модернизации. Тем более что использование данного инструмента нацелено на восстановление реального сектора российской экономики. В-третьих, программы АДР дают возможность выхода на международный рынок, расширяя круг потенциальных инвесторов, повышая ликвидность и репутацию компаний и цены на

их акции. Например, после выпуска АДР капитализация такого российского эмитента как Торговый дом ГУМ, возросла с 60 до 240 млн.долл.

Основными преимуществами для иностранных инвесторов являются: 1) низкая цена на акции российских компаний (своего рода компенсация за повышенный риск); 2) отсутствие трудностей при совершении сделок, поскольку они происходят в соответствии с правом США, в порядке, аналогичном торговле американскими ценными бумагами; 3) возможность получения дивидендов и управления предприятием. Это свойство АДР практически избавляет американских и международных инвесторов от проблем, связанных с валютным обменом.

Первый выпуск АДР был осуществлен в 1995 году. До середины 1998 года рынок АДР на акции российских компаний развивался довольно быстрыми темпами. Сегодня число компаний, выпустивших АДР на свои ценные бумаги достигло шестидесяти двух, и все выпуски были довольно успешными.

Несмотря на это, остается немало нерешенных проблем для выпуска, размещения и обращения АДР на акции российских эмитентов. Однако наиболее значимыми среди них являются правовые проблемы, связанные, в том числе, с несовершенством российской законодательной базы, регулирующей непосредственно данную область рынка ценных бумаг. К данным правовым проблемам можно отнести: 1) несоответствие законодательной и учетной систем России и США, 2) трудности при реализации прав владельцами АДР (случай с РАО ЕЭС России), 3) проблема качества и своевременности информации предоставляемой инвесторам, 4) обеспечение прозрачности российскими компаниями информации о своей деятельности.

Возможным решением первых двух проблем может быть создание федерального закона, определяющего особенности учета ценных бумаг, являющихся базовым активом для выпуска АДР, и порядка осуществления владельцами АДР прав

по акциям российских предприятий. Другим вариантом решения может являться внесение изменений и дополнений в действующее законодательство, например: предусмотреть для американских депозитариев открытие счета со специальным статусом, который будет открываться только для учета ценных бумаг, выступающих в качестве базового актива для выпуска АДР. Вопрос, касающийся предоставления информации можно решить с помощью сети Интренет.

Сегодня Россия занимает 2-ое место (на первом месте Англия) среди европейских стран, выпускающих АДР разных уровней (сюда входят и АДР, выпущенные по Положению S). Отраслями, компании которых выпускают АДР и в которые, следовательно, в основном и привлекаются иностранные инвестиции, являются отрасль связи, нефтегазовая и электроэнергетики.

Также можно отметить, что все выпуски АДР на акции российских компаний являются спонсируемыми. К началу мая 2002 года только три российские компании выпустили АДР третьего уровня, в целом же преобладают выпуски первого уровня. Также заметна тенденция увеличения числа региональных компаний, выпускающих АДР на свои акции.

Что же касается перспектив рынка АДР, то следует заметить, что данный рынок коррелирует с российским фондовым рынком. Эта прямая зависимость приводит к тому, что столь необходимое развитие рынка АДР возможно лишь при оживлении рынка ценных бумаг, а это, безусловно, тесно связано с политической и экономической ситуацией в России и вокруг нее.

Приложение 1

Классификация спонсируемых депозитарных расписок

	АДР, выпущенные на акции, обращающиеся на вторичном рынке страны-эмитента		Депозитарные расписки, выпущенные за счет акций нового выпуска	
	<i>Первый уровень</i>	<i>Второй уровень</i>	<i>Третий уровень, «публичные» АДР</i>	<i>«Частное размещение», Restricted ADR, по Правилу 144A</i>
Котируются	Внебиржевой рынок	NYSE, AMEX, NASDAQ	NYSE, AMEX, NASDAQ	PORTAL – компьютерная сеть, созданная НАСД
Формы документов для регистрации в SEC	F-6	F-6	F-1, F-6	Не требуются
Требуемые формы регулярной финансовой отчетности в SEC	Положение 12g3-2(b)	20-F	F-20, а также частично заполненные формы F-2b, F-3, могут быть использованы при последующих размещениях	Положение 12g3-2(b)
Требования по представлению в SEC форм отчетности U.S. GAAP	Не требуется	Финансовая отчетность должна частично соответствовать стандартам GAAP	Все документы должны быть «переведены» в стандарты GAAP	Не требуется

Приложение 2

Эмитент	Символ	CUSIP	Биржа	АДР : Акция	Депозитарий	Тип АДР	Спон (S) / Неспон сир (U) ³⁸	Дата вступления в силу	Страна /Регио н
Аэрофлот 144А	АЕТG	007771108	PORTAL	100:1	DB ³⁹	144А	S	2000.12.22	Россия /Европ а
Аэрофлот Reg S		007771207		100:1	DB	Reg S	S	2000.12.22	Россия /Европ а
Акрихин 144А прив.	AKRPPP	00972R203	PORTAL	100:1	BNY ⁴⁰	144А	S	1998.05.28	Россия /Европ а
Акрихин Reg S		00972R401		100:1	BNY	Reg S	S	1998.05.28	Россия /Европ а
Акрихин Reg S		00972R500		100:1	BNY	Reg S	S	1998.05.28	Россия /Европ а
Акрихин 144А обык.	AKRPYP	00972R104	PORTAL	100:1	BNY	144А	S	1998.05.28	Россия /Европ а
Акрихин - UNIT 144А	AKRPUP	00972R302	PORTAL	100:1	BNY	144А	S	1998.05.28	Россия /Европ а
Акрихин Unit Reg S		00972R609		100:1	BNY	Reg S	S	1998.05.28	Россия /Европ а
АО Ленэнерго Reg S		526028105		1:80	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европ а
Мосэнерго	AOMOY	037376308	OTC ⁴¹	1:100	BNY	Уровень 1	S	1997.07.17	Россия /Европ а
Сургутнефтегаз	SGTZY	868861204	OTC	1:50	BNY	Уровень 1	S	1996.12.30	Россия /Европ а
Сургутнефтегаз прив.	SGTPY	868861105	OTC	1:100	BNY	Уровень 1	S	1998.03.19	Россия /Европ а
Автоваз		05453R101		1:30	BNY	Reg S	S	1999.10.28	Россия /Европ а
Кондитерская фабрика "Красный октябрь"		619460108		1:1	BNY	Reg S	S	1999.08.20	Россия /Европ а
Банк Возрождение	BKVZY	065453102	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	1996.07.03	Россия /Европ а

³⁸ Спонсируемый (S) или Неспонсируемый (U) выпуск³⁹ DB – Дойче Банк⁴⁰ BNY – Бэнк оф Нью-Йорк⁴¹ OTC – внебиржевой рынок

Башинформ-связь	BHFZY	06983P102	OTC	1:60	BNY	Уровень 1	S	1998.11.02	Россия /Европа
Бурятзолото	BYZJY	12315Q107	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	1997.10.27	Россия /Европа
Черногорнефть	CHRYH	46625D109	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	1996.03.01	Россия /Европа
Газпром 144А	RADGYP	368287108	PORTAL	1:10	BNY	144А	S	1996.10.01	Россия /Европа
Газпром ОАО Reg S		368287306		1:10	BNY	Reg S	S	1999.05.21	Россия /Европа
Газпром Reg S		368287207		1:10	BNY	Reg S	S	1996.10.01	Россия /Европа
ГУМ (АО Торговый Дом)	GUMRY	037379104	OTC	1:2	BNY	Уровень 1	S	1996.06.07	Россия /Европа
Инкомбанк	IKMBY	46625C101	OTC	1:15	BNY	Уровень 1	S	1996.05.28	Россия /Европа
Иркутскэнерго	IKSGY	462714106	OTC	1:50	BNY	Уровень 1	S	1997.01.23	Россия /Европа
Ленэнерго	LNGOY	526028204	OTC	1:80	MGT ⁴²	Уровень 1	S	2001.06.13	Россия /Европа
Норильск Никель	NILSY	46626D108	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	2001.06.15	Россия /Европа
Роснефтегаз-строй	RNGZY	778200204	OTC	1:50	BNY	Уровень 1	S	1997.08.07	Россия /Европа
Самараэнерго	SMRGY	79586P100	OTC	1:70	BNY	Уровень 1	S	1998.02.09	Россия /Европа
Самараэнерго прив.	SMRJY	79586P209	OTC	1:140	BNY	Уровень 1	S	1998.02.09	Россия /Европа
Казанская ГТС	KZCTY	48666G108	OTC	1:5	BNY	Уровень 1	S	1998.03.19	Россия /Европа
Казаньорг-синтез	AKZGY	48666H106	OTC	1:6	BNY	Уровень 1	S	1999.04.27	Россия /Европа
Кузбассэнерго	KZBGY	501500102	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1997.10.23	Россия /Европа
ЛОМО Reg S		541681102		1:10	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европа
Лукойл	LUKOY	677862104	OTC	1:4	BNY	Уровень 1	S	1995.12.01	Россия /Европа

⁴² MGT – Морган Гагранти Траст

Лукойл 144А	LUKEYP	549874105	PORTAL	1:4	BNY	144А	S	1997.11.03	Россия /Европа
Лукойл Reg S		549874204		1:4	BNY	Reg S	S	1997.11.03	Россия /Европа
Лукойл Reg S		677862500		1:4	BNY	Reg S	S	1997.04.21	Россия /Европа
Лукойл 144А	JSCLYP	677862203	PORTAL	1:4	BNY	144А	S	1996.03.01	Россия /Европа
Лукойл GDR 144А	LUK- GDR144А	677862401	PORTAL	1:4	BNY	144А	S	1997.04.21	Россия /Европа
Менатеп Банк обык.	MBRUY	586507105	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1996.06.01	Россия /Европа
Менатеп Банк прив.	MBRVY	586507204	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1996.06.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2003 144А	MFINY03	783064AC2	PORTAL	1:1000	BNY	144А	S	1996.02.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2003 Reg S		783064AG3		1:1000	BNY	Reg S	S	1996.02.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2006 144А	MFINY06	783064AJ7	PORTAL	1:1000	BNY	144А	S	1996.07.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2006 Reg S		783064AK4		1:1000	BNY	Reg S	S	1996.07.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2008 144А	MFINY08	783064AD0	PORTAL	1:1000	BNY	144А	S	1996.02.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2008 Reg S		783064AH1		1:1000	BNY	Reg S	S	1996.02.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2011 144А	MFINY11	783064AL2	PORTAL	1:1000	BNY	144А	S	1996.08.01	Россия /Европа
Минфин - 5/14/2011 Reg S		783064AM0		1:1000	BNY	Reg S	S	1996.08.01	Россия /Европа
МТС	MBT	607409109	NYSE	1:20	MGT	Уровень 3	S	2000.07.06	Россия /Европа
МГТС	MWCTY	61946A106	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	1999.06.21	Россия /Европа
Нижнекамск- нефтехим	ONKMY	654918101	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1998.12.18	Россия /Европа
Нижнекамск- шина	NZKMY	65486P100	OTC	1:2	BNY	Уровень 1	S	1998.11.02	Россия /Европа

НТВ - 144А	NTVBYP	67019G102	PORTAL	1:10	BNY	144А	S	2000.01.28	Россия /Европа
Иркутск- электросвязь		286165105		1:40	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европа
Дальневосточное морское пароходство		30732K107		1:50	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европа
Центр Телеком	CRMUY	15548M108	OTC	1:100	MGT	Уровень 1	S	2001.09.04	Россия /Европа
Новосибирск Электросвязь	EVYNY	286167101	OTC	1:8	MGT	Уровень 1	S	2001.09.04	Россия /Европа
Электросвязь Приморского края	EVYPY	286168109	OTC	1:30	MGT	Уровень 1	S	2001.09.04	Россия /Европа
Хантымансийск- окртелеком	KYKTY	493737100	OTC	1:1	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Связьинформ (Нижний Новгород)	NZGIY	65486Q108	OTC	1:2	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Новгород- телеком	NVGOY	67001P102	OTC	20:1	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Петербург Телесистемы	PGTNY	716244108	OTC	1:50	MGT	Уровень 1	S	2001.09.04	Россия /Европа
Ростелеком	ROS	778529107	NYSE	1:6	BNY	Уровень 2	S	1998.02.12	Россия /Европа
Ростов- электросвязь	RVESY	778530105	OTC	1:5	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Челябинск- связьинформ	CYSZY	163522105	OTC	5:1	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Самара Связьинформ	SVZII	79586R106	OTC	5:1	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Уралсвязь- информ	UVZYI	916887102	OTC	1:20	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Южная Телеком- муникационная компания	STJSY	843899105	OTC	1:50	MGT	Уровень 1	S	2002.04.24	Россия /Европа
Приморское Пароходство	APKSY	741625107	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1998.03.25	Россия /Европа
Ростовэнерго	RTVGY	77853Q108	OTC	1:100	BNY	Уровень 1	S	1998.09.22	Россия /Европа

Ростовэнерго прив.	RTVPY	77853Q207	OTC	1:100	BNY	Уровень 1	S	1998.09.22	Россия /Европа
Северский Трубызавод	STBWY	818146102	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1996.02.01	Россия /Европа
Сибнетфь	SBKYY	825731102	OTC	1:10	BNY	Уровень 1	S	1999.04.20	Россия /Европа
Славнефть-Мегионнефтегаз обьк Reg S		831209101		1:30	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европа
Славнефть-Мегионнефтегаз прив Reg S		831209200		1:30	BNY	Reg S	S	1999.09.16	Россия /Европа
Sun Interbrew Класс А 144А	SIBWYPA	86677C104	PORTAL	1:1	BNY	144А	S	1999.06.24	Россия /Европа
Sun Interbrew Класс А Euro Reg S		86677C401		1:1	BNY	Reg S	S	2000.05.02	Россия /Европа
Sun Interbrew Класс А Reg S		86677C302		1:1	BNY	Reg S	S	1999.06.24	Россия /Европа
Sun Interbrew Класс В Reg S		86677C708		1:1	BNY	Reg S	S	1994.12.01	Россия /Европа
Sun Interbrew Класс В 144А	SUNBYP	86677C203	PORTAL	1:1	BNY	144А	S	1994.12.01	Россия /Европа
Татнефть	TNT	03737P306	NYSE	1:20	BNY	Уровень 2	S	1998.03.25	Россия /Европа
ТНТ Телесеть 144А	TNTEYP	88874M109	PORTAL	1:1	BNY	144А	S	2000.01.28	Россия /Европа
Торговый Дом ЦУМ	TDHSY	892681107	OTC	1:20	BNY	Уровень 1	S	1997.07.03	Россия /Европа
Тюмень-авиатранс	TYAVY	902511104	OTC	1:100	BNY	Уровень 1	S	1998.05.26	Россия /Европа
Тюменьтелеком	TUUMY	902512102	OTC	1:1	MGT	Уровень 1	S	2002.03.20	Россия /Европа
Тюменьтелеком	TUYPY	902512201	OTC	1:2	MGT	Уровень 1	S	2002.03.20	Россия /Европа
УНМ	UHMVY	910921303	OTC	1:1	BNY	Уровень 1	S	2001.01.16	Россия /Европа
УНМ Reg S		910921204		1:1	BNY	Reg S	S	1998.01.15	Россия /Европа
УНМ-144А	UHMUY	910921105	PORTAL	1:1	BNY	144А	S	1998.01.15	Россия /Европа

									а
РАО ЕЭС	USERY	904688108	OTC	1:100	DB	Уровень 1	S	2001.12.10	Россия /Европ а
РАО ЕЭС Reg S	USEPY	904688405	OTC	1:100	DB	Уровень 1	S	2001.12.10	Россия /Европ а
РАО ЕЭС прив.		904688207		1:100	BNY	Reg S	S	1997.05.12	Россия /Европ а
Вымпелком	VIP	68370R109	NYSE	4:3	BNY	Уровень 3	S	1996.11.01	Россия /Европ а
Вымпелком Reg S		68370R307		4:3	BNY	Reg S	S		Россия /Европ а
"Волготанкер" Reg S		928863109		1:30	BNY	Reg S	S		Россия /Европ а
Вимм-Билль- Данн	WBD	97263M109	NYSE	1:1	DB	Уровень 3	S	2002.02.08	Россия /Европ а
Юкос	YUKOY	98849W108	OTC	1:15	DB	Уровень 1	S	2000.12.22	Россия /Европ а

Примечание: в данной таблице представлены российские компании, когда-либо выпускавшие АДР на свои акции.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

Список использованной литературы

1. Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 07 августа 2001 г.): Принят Государственной Думой 20 марта 1996 г.; Утвержден Указом Президента РФ от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ.
2. Закон Российской Федерации «О валютном регулировании и валютном контроле» (в ред. от 30 декабря 2001 г.) от 09 октября 1992 г. №3615-1
3. Федеральный закон Российской Федерации «Об акционерных обществах» (в ред. от 21 марта 2002 г.): Принят государственной Думой 24 ноября 1995 г. №31-ФЗ
4. Ратников К.Ю. «Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки» // М.: Статут, 2001
5. Рубцов Б.Б. «Зарубежные фондовые рынки» // М.: Инфра-М, 1996
6. Рубцов Б.Б. «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития» // М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ, 2000
7. “Show для инвестора” // Рынок ценных бумаг, 1998, №9
8. “Круглый стол по вопросам развития инфраструктуры рынка ценных бумаг” // Рынок ценных бумаг, 2000, №2
9. “Российские компании очень интересны инвесторам” // Рынок ценных бумаг, 2000, №6
10. «Мы надеемся на оживление интереса к акциям российских компаний» // Рынок ценных бумаг, 2001, №21
11. «Обеспечение прав инвесторов в АДР» // Рынок ценных бумаг, 2001, №21
12. «Российский инвестор нам необходим» // Рынок ценных бумаг, 2001, №21
13. Андрианов В., Овчинникова Н., Соболев «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. Голубенко-Сирант Т. «Депозитарные расписки как средство привлечения инвестиций в России» // Рынок ценных бумаг, 1997, №14
16. Джерман Д. «Производные бумаги на АДР – способ хеджирования вложений» // Рынок ценных бумаг, 1997, №14
17. Диаковский А. «Рынок АДР: практика, итоги, перспективы» // Рынок ценных бумаг, 1997, №14
18. Есаулкова Т. «Конвертация акций российских эмитентов в АДР» // Рынок ценных бумаг, 1998, №9
19. Зенкина Е.В. «Рынок АДР: возможности и перспективы привлечения иностранного капитала» // Инвестиции, 1999, №2
20. Камболин Д. «Ваш самостоятельный путь на американский фондовый рынок!» // Рынок ценных бумаг, 2001, №16
21. Лазарева И.В. «Депозитарные расписки – проблемы и пути решения» // Финансы, 2001, №3
22. Майфат А.В. «Ценные бумаги (сравнительный анализ понятий в правовых системах России и США)» // Государство и право, 1997, №1
23. Малинин А.Н. «Инвестиционно-банковское обслуживание российских эмитентов депозитарных расписок» // Инвестиции, 1999, №4
24. Масенков В. «АДР: возможна ли игра?» // Рынок ценных бумаг, 1997, №14
25. Миркин Я. «Карточный домик» // Рынок ценных бумаг, 2000, №4
26. Миронов Евгений «Депозитарные расписки: после АДР и GDR настала очередь EDR?» // Рынок ценных бумаг, 1999, №14
27. Нарский В., Краев А., Коньков И. «Американские депозитарные расписки – средство привлечения зарубежных инвестиций» // Финансовый бизнес, 1999, №11

28. Нарский В.А., Краев А.О., Коньков И.Н. «Привлечение иностранного капитала в акционерное общество» // Финансы, 2000, №2
29. Родионов Денис «Российские акции по-прежнему зависят от состояния глобальных рынков» // Рынок ценных бумаг, 2001, №5
30. Рыбакин Владимир «Уралсвязьинформ: итоги года» // Рынок ценных бумаг, 1998, №6
31. Свердлов В. «Российские проблемы в использовании мировой практики инвестиционных операций». // Внешнеэкономический бюллетень. -1999. -№ 5. - С.60-64.
32. Соловьев Д. «Правовой режим иностранных ценных бумаг, эмитентов и инвесторов в США» // Рынок ценных бумаг, 2001, №20
33. Сухова О. «Организация рынка ценных бумаг США» // Рынок ценных бумаг, 1998, №2
34. Федюк И. «АДР – как идентифицировать собственника» // Рынок ценных бумаг, 2000, №8
35. Федюк И. «Американские депозитарные расписки – как найти инвестора?» // Рынок ценных бумаг, 2000, №6
36. Федюк И. «Американские депозитарные расписки» // Рынок ценных бумаг, 2000, №21
37. Хромова Елена, Гаши-Батлер Мариэнн «Новое поколение российских ценных бумаг» // Рынок ценных бумаг, 1999, №20
38. Чепец П. «Public shell: выход российских предприятий на фондовый рынок США» // Рынок ценных бумаг, 1999, №12
39. Черваков И. «АДР. С чего начать?» // Рынок ценных бумаг, 2000, №8
40. Шилина Г., Мальев М. «Выпуск АДР на акции российских эмитентов – шаг на мировой рынок» // Рынок ценных бумаг, 1996, №3

41. Шохин А. «АДР и вопросы прав инвесторов» // Рынок ценных бумаг, 2000, № 10
42. Coyle R. J. "The McGraw-Hill handbook of American Depositary Receipts" // McGraw-Hill Inc, 1995
43. "ADRs Increase, but market slowdown takes its toll" // Investor Relations Business, 2001, Oct 15
44. "Business brief – RAO Norilsk Nickel: Conversion to ADRs planned for up to 50 million shares" // Wall street journal, 2001, Jul 5
45. "Russia in transition: U.S.-traded stocks rise on Yeltsin's resignation" // The Atlanta Journal, 2000, Jan 01
46. Boyes S.-L. "Citibank enhances ADR sites" // Corporate Finance, 2001, August
47. Brent Shearer "Vive la difference: ADRs grow as an acquisition currency" // Mergers and Acquisitions, 2001, April
48. Chazan G. "Bank of New York may lose some ADR clients" // Wall street journal, 2000, May 27
49. Gordon P. "Europe: Deutsche Bank expects more Russian issues" // Global Finance, 2001, May
50. Gordon P. "The Americas: Bank of New York upbeat on second-half activity" // Global Finance, 2001, August
51. Gordon P. "The Americas: J.P. Morgan's adr.com adds online purchasing" // Global Finance, 2001, October
52. Gordon P. "The Americas: Spin-off, US listings keeping pipeline full" // Global Finance, 2001, March
53. Gorst I. "A new clan at Gazprom" // Petroleum Economist, 2001, October
54. Hobey N., Board L. "Despite attacks, ADR programs stay steady" // The daily deal, 2001, Oct 3
55. MacDonald El. "Cherchez la footnote" // Forbes, 2001, Dec 24

56. R. S de Leon “Some procedural defenses for foreign defendants in American securities litigation” // Journal of Corporation Law, Spring 2001
57. Wherry R. “How many ways? (buying foreign stocks: naked stocks, ADRs, mutual funds)” // Forbes, 2001, Dec 10
58. «Passtrak Series 7. General Securities Representatives 12-th Edition» // Dearborn Financial Institute, Inc, 2001

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

1. <http://www.adr.com>
2. <http://www.akm.ru>
3. <http://www.bankofny.com/adr>
4. <http://www.blockdata.com>
5. <http://www.bloomberg>
6. <http://www.citibank.com>
7. <http://www.nyse.com>
8. <http://www.pinksheets.com>
9. <http://www.rbc.ru>
10. <http://www.rtsnet.ru>
11. <http://www.sec.gov>
12. <http://www.lapl.com>