

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
КАЗАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ФИНАНСОВО- ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ИНСТИТУТ

“Допустить к защите”

Зав. Кафедрой Денег и ценных бумаг, доцент

_____ Бакирова Н.В.

“ _____ ” _____ 2003 г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

АМЕРИКАНСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ, ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
СУЩНОСТЬ И МЕХАНИЗМ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ

Автор	Панина О.В.
Группа	423
Направление	521600 Экономика
Специализация	Рынок ценных бумаг и биржевое дело
Руководитель	ст. преп., к. э. н. Юсупова Л.М.

Казань 2003

Содержание

Введение	3
1. Понятие и сущность АДР.....	5
1.1. Понятие АДР.....	5
1.2. Виды АДР. Преимущества и недостатки депозитарных расписок.....	10
1.3. Механизм выпуска и обращения депозитарных расписок.....	19
2. Практика применения АДР на примере российских предприятий.....	26
2.1. АДР российских эмитентов.....	26
2.2. Выпуск АДР акционерным обществом “Татнефть”.....	30
Заключение.....	43
Использованная литература.....	45

Введение

Важное значение для российской экономики имеет привлечение не только отечественных, но и иностранных инвесторов. Без иностранных инвестиций практически невозможно наладить производство, решить финансовые и социальные проблемы. Привлечению иностранных инвестиций может мешать не только политическая и финансовая нестабильность, но и отсутствие последовательной федеральной инвестиционной политики. Налоговая система, делающая производство продукции малоприбыльным, часто неоправданно высокие таможенные пошлины и сборы, несовершенство законодательства в целом, делают Россию зоной повышенного инвестиционного риска. В результате этого у иностранных инвесторов нет достаточной уверенности в том, что долгосрочные вложения в российскую экономику впоследствии себя окупят.

В процессе своей деятельности современному акционерному обществу, помимо решения своей основной задачи, т.е. выпуска продукции, предоставления услуг и т.д., приходится работать со своими ценными бумагами. Несмотря на огромные проблемы российских предприятий, связанных с неплатежами, сбытом продукции, поставками и т.д., сегодня нет ни одного акционерного общества, ценные бумаги которого находятся в свободном обращении, не имеющего отдела или управления ценных бумаг, т.е. ценным бумагам уделяется много внимания.

В условиях, когда привлечение иностранного капитала затруднено, многие российские компании ищут способы выхода на международные фондовые рынки для продажи своих ценных бумаг.

Сейчас можно с уверенностью сказать о наличии повышенного интереса со стороны средних и крупных российских компаний к программам выпуска так называемых американских депозитарных расписок (АДР).

Так, в 1995 – начале 1996 г.г. российские эмитенты начали продажу своих ценных бумаг иностранным инвесторам путем выпуска депозитарных расписок за рубежом.

Выпуск американских депозитарных расписок – основной способ продажи российских ценных бумаг в США. Одновременно – это перспективная возможность привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику. Американские депозитарные расписки выпускаются банком-депозитарием в Соединенных Штатах. Каждая из них представляет право собственности на одну или несколько ценных бумаг, находящихся в российском банке-хранителе. Продавая депозитарные расписки зарубежным инвесторам на международном фондовом рынке, отечественная компания одновременно продает свои ценные бумаги, представленные ими. Дешевизна проведения проектов выпуска американских депозитарных расписок, легкость совершения сделок с ними, возможности по снижению налогового бремени, а также другие преимущества делают их выгодным вложением средств как для российских эмитентов, так и для иностранных инвесторов. Многие отечественные компании успешно завершили выпуск депозитарных расписок. Среди них ОАО “Татнефть”, РАО “Газпром”, ОАО “ЛУКойл”, ОАО “МОСЭНЕРГО”, АКБ “Возрождение” и другие российские компании и коммерческие банки.

Таким образом, целью данной выпускной работы было раскрыть экономическую сущность АDR, рассмотреть виды депозитарных расписок, преимущества и недостатки, механизм осуществления. Задачей работы являлось рассмотреть применение АDR на примере российских компаний, показать необходимость депозитарных расписок для привлечения инвестиций в российскую экономику.

1. Экономическая сущность и необходимость АДР

1.1. Понятие АДР

Возникновение депозитарных расписок относят к 1927 г. Данный финансовый инструмент явился логичным ответом рынка на дискриминационный запрет британского правительства на вывоз акций национальных компаний за границу. Расписки помогли узаконить инвестиции крупных американских компаний в Англии. АДР были изобретены компанией Морган Гаранти для упрощения американских инвестиций при размещении публичного выпуска акций знаменитого британского универсального магазина “Селфриджиз”. До сих пор Морган Гаранти является крупнейшим агентом по кастодиальным услугам для АДР.

В 50-х г.г. ряд крупных межнациональных корпораций добился котировок депозитарных расписок в США. В 70-е г.г. были разработаны программы выпуска депозитарных расписок с участием горнодобывающих компаний. С 80-х г.г. наблюдается беспрецедентный рост популярности этого инструмента на фондовом рынке. В 90-х г.г. рост продолжается, благодаря приватизации, глобальным эмиссиям и инвестиционной привлекательности развивающихся рынков. В 1994 г. доля программ выпуска АДР "старейшей" Великобритании составила 26% общего оборота фондовых бирж США, доля Швеции – 4%, Франции – 2%, а Мексики - 34%, Нидерландов – 10%, Аргентины – 5%, Испании и Чили - по 3%. Ныне на торговлю АДР приходится 43% всех сделок с акциями иностранных эмитентов, реализуются полторы тысячи программ выпуска АДР на акции компаний из более 60 стран.[18,46]

Характерно, что первая мексиканская компания была внесена (с помощью АДР) в листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1991 г., и это открыло поток иностранных инвестиций в Мексику: за два последующих года ее фондовый рынок получил свыше 60 млрд. долларов.

В настоящее время депозитарные расписки используются компаниями

более чем в 45 странах мира. Аналитики фондового рынка разделяют их на три группы:

- традиционные;
- развивающиеся;
- будущие.

К традиционным рынкам депозитарных расписок относят: Австралию, Австрию, Бельгию, Данию, Англию, Финляндию, Францию, Германию, Гонконг, Израиль, Италию, Японию, Люксембург, Мексику, Нидерланды, Новую Зеландию, Норвегию, Португалию, Ирландию, ЮАР, Испанию, Швецию и Швейцарию. Основное количество программ депозитарных расписок приходится на вышеперечисленную группу стран. Остальная доля проектов выпуска депозитарных расписок проводилась в странах с развивающимся рынком. К ним относят: Аргентину, Бразилию, Чили, Китай, Колумбию, Чешскую республику, Гану, Грецию, Венгрию, Индию, Индонезию, Корею, Малайзию, Пакистан, Перу, Филиппины, Словакию, Шри-Ланка, Таиланд, Тайвань, Турцию, Венесуэлу и Россию. Будущими рынками депозитарных расписок обещают стать: Египет, Иордания, Марокко, Польша, Румыния, Вьетнам и Зимбабве.

Современная трактовка американской долговой расписке была дана Комиссией по ценным бумагам США (SEC) в 1983 году. По определению Комиссии "АДР - выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право на определенное количество американских депозитарных акций, которые, в свою очередь, предоставляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг частного эмитента".

Возможность для торговли иностранными акциями в США — это использование американских депозитарных расписок (American Depositary Receipts, ADR)". АДР — это финансовые активы, выпускаемые американскими банками, которые подтверждают не прямое владение определенным количеством акций конкретной иностранной компании, которые депонированы

в банке в стране выпуска данных акций. Преимуществом АДР по сравнению с прямым владением акциями является то, что инвестору нет необходимости заботиться о доставке сертификатов на акции и о конвертации дивидендов из иностранной валюты в доллары США. Банк-депозитарий автоматически производит конвертацию для инвестора, а также предоставляет все финансовые отчеты от компаний. Инвестор уплачивает банку относительно небольшую сумму денег за эти услуги.

АДР продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и на внебиржевых рынках ценных бумаг, включая европейские.

Крупные транснациональные компании добились, чтобы депозитарные расписки начали котироваться на фондовых биржах США с пятидесятых годов. Любая иностранная компания, желающая продать свои ценные бумаги в США, должна была выбрать способ осуществления такого плана. Право США позволяет иностранному эмитенту:

Выпустить свои ценные бумаги в США в форме "американских акций" - ADS (american depository shares);

Участвовать в проекте американских депозитарных расписок - ADR (american depository receipts);

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

Выпуск "американских акций" - самый сложный и дорогостоящий для иностранной компании способ выхода на фондовый рынок США. Такой эмитент должен в полной мере отвечать требованиям американского права к регистрации эмиссий, раскрытию информации о компании, а также к уставному капиталу и финансовой отчетности. Первый способ часто использовали голландские компании, многие из которых предпочитали его выпуску депозитарных расписок.

Но необходимо отметить, что подавляющее большинство "иностранцев" предпочитают именно АДР. Проекты АДР, по сравнению с первым вариантом,

требуют гораздо меньшей (а в некоторых случаях и минимальной) отчетности, а значит, и затрат на свою организацию. При этом, в зависимости от типа проекта, возможна торговля ценными бумагами в форме депозитарных расписок не только на внебиржевом, но и на биржевом рынке. Сделки инвесторов с расписками происходят в соответствии с правом и в порядке, аналогичном торговле ценными бумагами в США, т.е. не требуют дополнительных знаний законодательства страны - эмитента и это экономит время и деньги. Сделки с американскими депозитарными расписками происходят в долларах США, что существенно облегчает расчеты (в течении трех дней) и снижает валютные риски при конвертации. По иностранным ценным бумагам в форме расписок инвестор имеет право участвовать в собраниях акционеров, не покидая своей страны, письменно, а также получать дивиденды. Как правило, в случае приобретения иностранной ценной бумаги, не участвующей в проекте ДР, для получения дивидендов по ней инвестор должен сам узнать дату выплаты и направить в уполномоченный иностранным эмитентом орган сертификаты ценных бумаг для получения дивидендов. При этом его ожидает масса трудностей: объявления о выплатах дивидендов печатаются в прессе и на языке страны эмитента, что затрудняет доступ к информации; дивиденды выплачиваются в валюте той же страны, при конвертации тоже можно потерять; от инвестора потребуется личное присутствие для предъявления документов, подтверждающих права на ценные бумаги. И если для крупных инвестиционных компаний и фондов, владеющих значительными пакетами иностранных ценных бумаг, это не вызовет больших проблем, то мелкий инвестор может "потратить" все дивиденды только на одну поездку в страну эмитента. Требуются средства и на выписывание финансовых газет, публикующих информацию о предстоящих выплатах

Среди других преимуществ ДР можно выделить обязательное информирование эмитентом о результатах своей деятельности инвесторов, вложивших деньги в ДР этих эмитентов, отсутствие двойного налогообложения

- депозитарий ДР помогает инвесторам подготовить и отослать документацию в налоговые органы страны эмитента.

Практика применения депозитарных расписок с каждым годом расширяется. Они активно используются зарубежными эмитентами при слияниях, приобретениях одними компаниями других, при изменении структуры капиталов компаний и даже при реструктуризации долгов государств. Поэтому с начала восьмидесятых годов в США наблюдается повышенный интерес к этому финансовому инструменту. Так, с 1990 г. по 1994г. общее количество АДР выросло более чем на 30 %. АДР выпущены на бумаги около 1500 эмитентов из 60 стран мира, из них около 20-ти процентов приходится на развивающиеся рынки. Объем инвестиций в депозитарные расписки американских инвесторов оценивается специалистами Bank of New York, крупнейшего в мире оператора этого рынка, приблизительно в 250 млрд. долларов, при том, что, общий объем средств, вложенных инвесторами США в иностранные ценные бумаги - 500 млрд. долларов. Суммы, привлекаемые предприятиями через проекты АДР, варьируются в очень широком диапазоне: от нескольких миллионов до сотен миллионов долларов, например, в октябре 1996 года РАО " Газпром " привлекло через проект ДР, размещенных на Лондонской фондовой бирже, более 429 млн. долларов.[18,46] Существует большое количество производных от АДР фондовых инструментов. Все биржи США, например, торгуют этими производными бумагами.

Финансовым инструментом, аналогичным АДР являются глобальные долговые расписки (ГДР).

В последнее время концепция выпуска депозитарных расписок получила широкое распространение во многих странах. Эмитенты осознали преимущества, которые дает обращение их акций не только на американском, но и на европейском рынках. Вскоре появились европейские депозитарные расписки (ЕДР) и глобальные депозитарные расписки. Европейские депозитарные расписки осуществляют функции, аналогичные АДР, но на рынках капитала Европы. Глобальные расписки объединяют свойства и АДР, и

ЕДР, котируясь как на европейском, так и на американском рынках. Компания выбирает форму ГДР, когда хочет достичь статуса глобальной транснациональной компании. Общий порядок размещения и обращения на зарубежных рынках, технические и административные требования к АДР, ЕДР и ГДР идентичны. Их отличие состоит в том, что ГДР могут иметь номинал в валюте любого государства и предназначены для обращения, в основном, на крупнейших фондовых биржах Западной Европы (Берлин, Франкфурт, Лондон). АДР номинированы только в долларах и ориентированы, в первую очередь, на американских инвесторов, хотя могут котироваться на крупнейших биржах других стран.

Таким образом, рассмотрев экономическую сущность и необходимость АДР, в следующем параграфе выпускной работы мы рассмотрим виды АДР, раскроем их преимущества и недостатки.

1.2. Виды АДР. Преимущества и недостатки депозитарных расписок.

Существуют различные виды депозитарных расписок, особенно на американском рынке. Классификация ДР представлена в табл. 1.2.1.[11,45]

Проекты выпуска американских депозитарных расписок могут быть спонсируемыми и неспонсируемыми (“sponsored & unsponsored”). Первые проводятся по инициативе и при активном участии иностранного эмитента, в то время как вторые этого не требуют. Будучи и в целом “одинаковыми по своей природе”, они существенно отличаются друг от друга:

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

Неспонсируемые проекты проводятся американским депозитарием в трех случаях. Во - первых, когда он, изучив конъюнктуру фондового рынка, сам пришел к выводу о прибыльности продажи инвесторам ценных бумаг в форме

Таблица 1.2.1

Классификация и приблизительная цена программ выпуска АДР

1 Характеристики ДР	Депозитарные расписки, выпускаемые под уже эмитированные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании за счет эмиссии новых ценных бумаг (за исключением проектов по Правилу 144 А)		
	2 Спонсируемые ДР Первого Уровня	3 Листинговые ДР Второго Уровня	4 Публично размещаемые ДР Третьего Уровня	5 Частноразмещаемые по Правилу 144А ДР	6 Глобальные (международные предложения) ДР
Возможности торговли (листинг и котировка ДР)	Дисплейная служба Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (OTC Bulletin Board), розовые страницы (Pink Sheets)	Нью-Йоркская и Американская фондовые биржи (NYSE & AMEX), Автоматическая система котирования Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (NASDAQ)	Нью-Йоркская и Американская фондовые биржи (NYSE & AMEX), Автоматическая система котирования национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (NASDAQ)	Размещаются среди квалифицированных институциональных покупателей (QIBs), котируются в системе PORTAL	PORTAL, NYSE, AMEX (в случае публичного предложения в США), включая иностранные (для США) фондовые биржи; в случае размещения по Правилу 144А, на рынке США котируются в системе PORTAL
Регистрация по Закону 1933 года о ценных бумагах (виды регистрационных заявлений)	Форма Ф-6 (Form F-6)	Форма Ф-6	Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1 (Forms F-3, F-2 или F-1)	Не требуется	Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1 в случае публичного предложения; не требуется в случае частного предложения по Правилу 144А
Регистрация по Закону 1934 года об обмене ценными бумагами.	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма 20-Ф (Form 20-F)	Форма 20-Ф или 8-А (Form 20-F или Form 8-А)	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно используется для применения требования к информации по Правилу 144А; финансовые отчеты могут и не соответствовать требованиям к бухгалтерии США (U.S. GAAP)	Для частных предложений также, как и по Правилу 144А; для публичных предложений Формы 20-Ф или 8-А
Отчетность по Закону 1934 года об обмене ценными бумагами.	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма 20-Ф ежегодно файлируется в Комиссии; финансовая отчетность частично должна соответствовать U.S. GAAP и Инструкции S-X (Regulation S-X); требуется периодическое файлирование в Комиссии Формы 6-К (Form 6-K)	Форма 20-Ф ежегодно файлируется в Комиссии; финансовая отчетность частично должна соответствовать U.S. GAAP и Инструкции S-X (Regulation S-X); требуется периодическое файлирование в Комиссии Формы 6-К (Form 6-K)	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно используется для применения требования к информации по Правилу 144А; финансовые отчеты могут и не соответствовать требованиям к бухгалтерии США (U.S. GAAP)	Для частных предложений также, как и по Правилу 144А; для публичных предложений Формы 20-Ф ежегодно файлируется в Комиссии; финансовая отчетность целиком должна соответствовать U.S. GAAP и Инструкции S-X (Regulation S-X); Форма 6-К файлируется периодически
Приблизительные цены проектов (за исключением оплаты услуг юристов)	\$40,000 - \$80,000 - и выше	\$400,000 - \$ 800,000 - и выше	\$800,000 - \$1,600,000 - и выше	\$200,000 - \$800,000 - и выше	\$800,000 и выше

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 самый распространенный.

Основные отличия неспонсируемых проектов от спонсируемых:

- 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.

Существует пять типов проектов спонсируемых депозитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения количества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг (Level I & Level II DRs). Три других используются для увеличения капитала компании. В каждом из последних иностранный эмитент выпускает ценные бумаги (Level III DRs). Исключение составляют проекты по правилу 144A/Reg S.

Спонсируемые программы каждого уровня отличаются друг от друга по степени вовлечения в них эмитента и раскрытия им информации.

Важно различать депозитарные расписки, которые выпускаются на акции, уже обращающиеся на вторичном рынке страны-эмитента, и на акции нового выпуска.

На обращающиеся акции можно выпустить АДР первого и второго уровня.

- Спонсируемые проекты депозитарных расписок первого уровня;

Данный тип проекта на сегодняшний день является самым популярным среди российских эмитентов. Это объясняется, во-первых, его относительной дешевизной, и, во-вторых, наименьшими требованиями к раскрытию информации эмитентом. По этим же причинам спонсируемые проекты

депозитарных расписок первого уровня в конце 80-х и 90-х г.г. стали самыми распространенными в мире. Многие эмитенты начинают с этих программ, прежде чем перейти на более сложный уровень.

- Спонсируемые (листинговые) депозитарные расписки второго уровня;

Депозитарные расписки этого типа включаются в листинг на одной или нескольких американских фондовых биржах или в систему NASDAQ. В отличие от депозитарных расписок первого уровня, регистрация по Закону 1934 г. происходит по форме 20-Ф. Эта форма требует представления подробной финансовой информации об эмитенте. Часть такой информации должна соответствовать Американским общепринятым принципам финансовой отчетности (US GAAP).

- спонсируемые депозитарные расписки третьего уровня;

Что же касается акций нового выпуска, которые проходят первичное размещение, то здесь возможны АДР третьего уровня - публично размещаемые ("публичные") или размещаемые только среди ограниченного круга высококвалифицированных инвесторов ("частное размещение", "ограниченные"), а также глобальные депозитарные расписки ("публичные" или "частного размещения").

"Публичные" АДР третьего уровня - это вершина, которую могут достичь иностранные эмитенты на американском рынке. Для их выпуска необходимо предоставить в Комиссию по ценным бумагам США полную информацию о компании, аудиторское заключение (признанного в мире аудитора) о состоянии дел компании, удовлетворить требования к предоставлению регулярной бухгалтерской отчетности, которые более жесткие, чем для АДР второго уровня, и все финансовые документы перевести на американские стандарты.

Всего этого не требуется, если компания реализует программу выпуска АДР "частного размещения". Объясняется это упрощение тем, что высококвалифицированные инвесторы (такой статус имеют более 4 тыс. институциональных инвесторов США) сами в состоянии выяснить финансовое положение эмитента.

Высококвалифицированные инвесторы торгуют через компьютерную сеть ПОРТАЛ, которая создана Национальной ассоциацией дилеров фондового рынка специально для "ограниченных" АДР. А "публичные" АДР котируются на фондовых биржах США и в торговой системе NASDAQ, ограничений на покупку не имеют, их могут покупать любые заинтересованные инвесторы.

Частное предложение депозитарных расписок освобождено от регистрации по Закону от 1933 г. и осуществляется по форме Ф-6 (Form F-6). Правило 12g3-2(b) используется эмитентом для освобождения от регистрации и от предоставления информации и отчетности по закону 1934 г. Финансовая отчетность в проектах частного размещения может не соответствовать требованиям US GAAP. Как результат, благодаря сниженным требованиям к предоставлению информации, проекты депозитарных расписок по правилу 144A приобретают все большую популярность в России.

Основными преимуществами частного размещения по правилу 144A перед публичным являются отсутствие необходимости регистрации, отсутствие обязательных требований по раскрытию информации и подаче финансовой отчетности в соответствии с общепринятыми в США нормами бухучета, сравнительно невысокая стоимость осуществления проекта и снижение норм ответственности.

У "глобальных" депозитарных расписок шире сфера обращения - не только на фондовых биржах США или в системе ПОРТАЛ, но и глобально - на западноевропейских фондовых биржах. Однако их оборот, несмотря на, казалось бы, это явное преимущество, уступает обороту АДР.

Что дает компании выпуск АДР третьего уровня и глобальных депозитарных расписок? Привлечение прямых зарубежных инвестиций. Причем депозитарные расписки считаются для этого одним из наиболее отработанных механизмов.

На наш взгляд, среди преимуществ проектов выпуска депозитарных расписок можно выделить следующие:

1. Коммерческие:

- Расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения;
- Улучшение имиджа компании.

2. Финансовые:

- Выход на международные рынки капиталов;
- Повышение и стабилизация котировок акций эмитента;
- Гибкое капиталовложение.

3. Стратегические:

- Расширение круга потенциальных инвесторов;
- Механизм для приобретения и слияния компаний.

Специалисты крупнейшего депозитарного банка, обслуживающего программы выпуска депозитарных расписок для российских компаний Bank of New York (BONY) объясняют привлекательность депозитарных расписок как разновидности ценных бумаг следующими факторами.

Первый фактор - преодоление инвесторами ограничений при совершении сделок с ценными бумагами иностранных компаний.

Сделки инвесторов с депозитарными расписками “происходят в соответствии с правом США, в порядке, аналогичном торговле американскими ценными бумагами”. Это проще и выгоднее как для продавца, так и для покупателя, и не требует долгой и сложной регистрации вне Соединенных Штатов. В то время как по законодательству страны эмитента, чтобы передать права на иностранную ценную бумагу на предъявителя (“securities in a bearer form”) не в форме депозитарных расписок по сделке, инвестор обязан перевести сертификат или другое свидетельство своих прав на ценную бумагу в страну эмитента и зарегистрировать там такую передачу прав. Эта процедура, во-первых, отнимает много времени. Во-вторых, в некоторых странах за такие сделки сразу после их регистрации или до нее взимается налог на операции с ценными бумагами, что невыгодно для инвесторов. В-третьих, операции с указанными ценными бумагами, как правило, осуществляются в валюте страны эмитента, что часто неудобно для инвесторов. В-четвертых, “иностранное

право часто налагает иные обременения на инвесторов”, что осложняет совершение сделок. Сделки с депозитарными расписками на американском фондовом рынке осуществляются в долларах США, что приводит к отсутствию рисков финансирования при расчетах. Сам же расчет и клиринг происходит в привычной для американского инвестора форме – в течение трех банковских дней. Этому способствуют отработанность процедур программы, а также возможность преодоления правовых ограничений на непосредственное владение акциями, реализация налоговых преимуществ и сокращения расходов на проводимые операции. Для иностранных участников программ практически полностью снимаются такие российские проблемы, как неразвитость системы расчетов и инфраструктуры местного фондового рынка, дорогостоящая конвертация валют, нехватка информации, плохое знание традиций иностранного фондового рынка, ограничения на покупку и владение ценными бумагами, сложные налоговые инструкции и отсутствие единой инвестиционной политики.

Второй фактор - возможность получения дивидендов и управления предприятием.

По иностранным ценным бумагам в форме депозитарных расписок американский инвестор получает дивиденды (или проценты) через депозитарий в долларах США. Также, в случае если инвестор владеет голосующими ценными бумагами, он участвует в собраниях акционеров, не покидая Соединенных Штатов, голосуя письменно. Получив результаты голосования от всех собственников депозитарных расписок, депозитарий направляет их в страну эмитента. Получить информацию о выплате дивидендов и о собраниях акционеров, включая их повестку, – не проблема для больших компаний, владеющих значительными пакетами иностранных ценных бумаг. Но “для более скромных по своим возможностям” потенциальных инвесторов эти проблемы (особенно вопрос уплаты дивидендов) часто являются препятствием к покупке таких ценных бумаг.

Третий фактор - информированность об эмитенте и иные преимущества.

В соответствии с законодательством США, депозитарий регулярно получает информацию об эмитенте. Часть такой информация он посылает собственникам депозитарных расписок. Как результат, собственники депозитарных расписок достаточно осведомлены о деятельности эмитента и не действуют “вслепую”, продавая и покупая депозитарные расписки.

Среди иных преимуществ депозитарных расписок, на наш взгляд, можно выделить:

- отсутствие у инвестора обязанности платить иностранному финансовому институту за услуги по их хранению,
- повышение ликвидности ценных бумаг, представленных депозитарными расписками.

С точки зрения компании-эмитента депозитарные расписки позволяют:

- привлечь иностранный капитал для решения стратегических задач, стоящих перед компаниями;
- получить доступ не только к фондовому рынку США, но и к фондовым рынкам других стран (“global offering”);
- обеспечить продаваемые ценные бумаги листингом на ведущих биржах всего мира;
- косвенно привлечь внимание всего мира к продукции или услугам, предлагаемым компанией-эмитентом;
- поднять цену своих ценных бумаг на российском фондовом рынке, повысить их ликвидность.

При выпуске американских депозитарных расписок наибольшую проблему инвесторы видят в несовершенстве российского законодательства о регистраторах, недостаточны гарантии от злоупотреблений при фиксации сведений о собственниках ценных бумаг регистраторами, неудовлетворительна работа некоторых отечественных регистраторов.

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, надлежаще 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 имеющимися у регистратора.

Другая проблема - это российские хранители ценных бумаг (custodians), которые, как правило, не отвечают требованиям американского законодательства о продаже ДР Американским Фондам.

Третья проблема - противоречивость российского законодательства в отношении ставки налога на продажу/покупку АДР, а также на дивиденды и иные выплаты по ценным бумагам. Несмотря на наличие договора между США и Россией об избежании двойного налогообложения, Министерство по налогам и сборам России требует уплаты полной суммы налога, с последующим возвратом разницы. Процедура возврата крайне неудачна, что создает дополнительные проблемы.

Отдельная проблема - несоответствие российской финансовой отчетности предприятий общепринятой международной отчетности US GAAP. Российским предприятиям приходится формировать отчетность и по стандартам GAAP для выпуска некоторых проектов АДР, а это дополнительные

затраты.

Отечественное законодательство о валютном регулировании и валютном контроле, в целом, позволяет проведение проектов депозитарных расписок. Однако спорным остается, вопрос о покупке депозитарных расписок 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 1992г. “О валютном регулировании и валютном контроле” и его несоблюдение ведет к ответственности, вплоть до “взыскания в доход государства всего полученного по ...сделкам”. Действующий порядок требует получения разрешения (лицензии) Центрального банка РФ на осуществление таких сделок.

Необходимо отметить, что общие правовые проблемы проектов АDR одинаковы и вызваны несовершенством законодательства России. Эмитенты решают их с помощью известнейших юридических компаний мира, имеющих огромный авторитет.

Таким образом, американские депозитарные расписки являются привлекательным инструментом привлечения капитала как для инвестора, так и для эмитента. Для инвестора это прежде всего преодоление ограничений при совершении сделок с ценными бумагами иностранных компаний, возможность получения дивидендов, информированность об эмитенте. Для эмитента же ДР – легкий способ привлечения иностранного капитала, повышения капитализации своей компании и получения доступа к фондовым рынкам других стран. В следующем параграфе выпускной работы мы раскроем механизм выпуска и обращения депозитарных расписок.

1.3. Механизм выпуска и обращения депозитарных расписок

Механизм обращения АDR представлен на рисунке 1.3.1. [11,45]

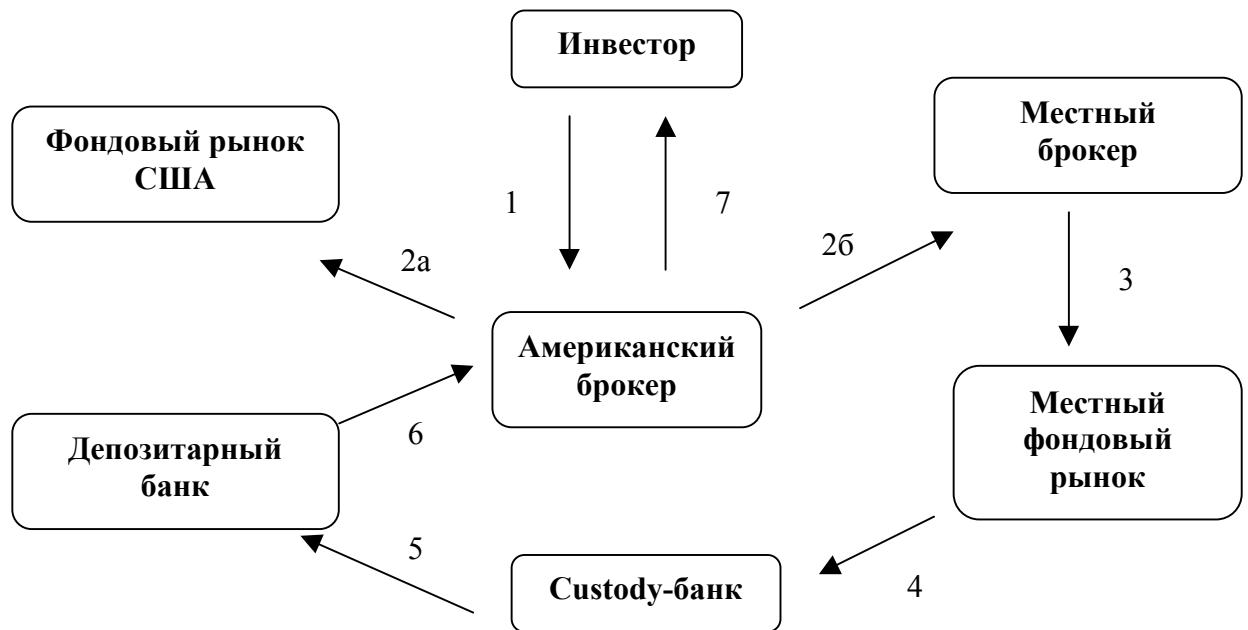


Рис 1.3.1. Механизм обращения депозитарных расписок

Возможны два варианта приобретения АДР инвестором:

Вариант А.

1. Американский инвестор делает заказ своему брокеру на покупку АДР.
- 2а. Брокер покупает АДР на рынке США или...

Если сделка не состоялась (из-за отсутствия предложения на продажу этих бумаг на рынке США либо из-за высокой цены предложения), американская брокерская компания может связаться с брокерской компанией в России и сделать заказ на покупку.

Тогда Вариант Б

- 2б. ...американский брокер делает заказ на покупку АДР у местного брокера.
3. Местный брокер покупает акции данной компании на местном рынке.
4. Местный брокер регистрирует акции в банке-custody. Custody-банк записан в реестре акционерного общества как номинальный держатель.
5. Отделение custody-банка депонирует акции данной компании и дает указание депозитному банку в США о выпуске АДР.

6. Депозитарный банк выпускает АДР на акции данной компании и передает их американскому брокеру.

Брокерская компания в России покупает акции на местном рынке и регистрирует их в российском банке-custody, который выступает здесь номинальным держателем российских акций (может быть один или несколько номинальных держателей в цепочке между банком-custody и российским брокером).

Акции перерегистрируются в реестре акционеров российского акционерного общества на custody как номинального держателя.

После этого банк-custody информирует депозитарный банк о том, что акции перерегистрированы на него в реестре акционерного общества. Депозитарный банк, в свою очередь, выпускает депозитарные расписки на эти акции и передает их американскому брокеру, а тот переводит бумаги своему клиенту (конечному инвестору).

Продажа АДР происходит по аналогичной схеме. Владелец депозитарных свидетельств поручает брокеру продать АДР. Брокер пытается продать бумаги на рынке США. Когда ему это удастся, сделка регистрируется в депозитарном банке, и новый владелец вступает в свои права с момента регистрации АДР.

Если брокер не продал ценные бумаги своего клиента на американском рынке, то он обращается к компаниям, работающим на рынке России. Если покупатель найден, бумаги «раздепозитируются» в депозитарном банке и через банк-custody акции российской компании перерегистрируются на нового владельца.

Основные функции депозитарных банков, работающих по программам АДР:

- выпуск депозитарных расписок и их «раздепонирование» (в случае продажи);
- ведение реестра АДР и перерегистрация их владельцев;

- оказание помощи иностранным компаниям в подготовке документов для SEC при регистрации выпуска депозитарных расписок, а также при представлении в SEC форм регулярной финансовой отчетности;
- после регистрации в SEC депозитарный банк информирует брокерские, инвестиционные компании и других участников рынка ценных бумаг о начале выпуска депозитарных расписок.

Основные функции банка-custody:

- осуществляет учет и перерегистрацию владельцев акций, на которые депозитарный банк выпустил АДР;
- при выплате компанией дивидендов переводит их в депозитарный банк а то, в свою очередь распределяет их среди владельцев АДР.

Услуги custody могут предоставлять:

- местные коммерческие банки;
- инвестиционные банки, которые имеют свои представительства в данной стране;
- дочерние подразделения депозитарных банков (отдельно зарегистрированное юридическое лицо – банк).

Для выпуска депозитарных расписок в первую очередь нужен юридический консультант, который будет оказывать юридическую поддержку при подготовке программы и в процессе ее реализации. По данным Группы мониторинга фондового рынка Федеральной Комиссии по Рынку ценных бумаг (ФКЦБ), к наиболее известным компаниям, которые имеют в России свои представительства, относят "Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton" и "Milbank Tweed Hadly & McCloy". Консультант поможет выбрать депозитарный банк и подготовит договор между ним и российским АО, который пишется не за один день и согласовывается со всеми заинтересованными сторонами.

Лидерами на мировом рынке в выпуске АДР считаются Bank of New-York, Citibank и Morgan Guaranty (подразделение банка JP Morgan). Депозитарный банк при сотрудничестве с консультантом будет оказывать

помощь в подготовке регистрационных форм для Комиссии по ценным бумагам и биржам США и выпускать депозитарные расписки.

Совместно с депозитарным банком компания должна выбрать банк-кастоди. Из трех крупнейших депозитарных банков пока только Citibank имеет дочернюю компанию (банк), которая зарегистрирована в Москве и получила лицензию Центрального банка России. Таким образом, российские компании, которые обращаются к услугам Citibank, имеют дело с кастоди Citibank-Russia.

При регистрации АДР второго и третьего уровней обязательно аудиторское заключение о состоянии дел компании желательно одного из членов "большой четверки" - признанных в США аудиторов, среди которых "Price WaterhouseCoopers", "Arthur Andersen", "Ernst & Young" и др.

Во что обойдется программа выпуска АДР. Точно сказать невозможно. Это зависит от величины компании, состояния ее финансовой отчетности и т.п. По оценкам Bank of New-York, стоимость реализации программы выпуска АДР первого уровня превышает 20-50 тыс. долларов, второго уровня - 200-500 тыс., "публичного размещения" третьего уровня - 400-900 тыс., "частного размещения" третьего уровня - 100-400 тыс.[18,46] Обязательно придется привлечь квалифицированных западных юристов, услуги которых стоят 300-350, а то и 500 долларов в час. Кроме того, при первичном размещении акций (АДР третьего уровня) необходимо учитывать затраты на привлечение андеррайтера, который будет размещать депозитарные расписки среди инвесторов. В качестве андеррайтеров, как правило, привлекаются крупные инвестиционные банки.

Депонирование акций должно происходить в соответствии с "Положением о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг", утвержденным постановлением ФКЦБ N 27 от 02.10.97 г. (с изм. и доп. от 20.04.98г.), и "Положением о порядке лицензирования деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг", утвержденным постановлением ФКЦБ № 24 от 19.07.98г. Деятельность самих АО регулируется Законом "Об акционерных обществах" от 26.12.95 г. (с изм. и доп.

от 13.06.96 г. и 1.01.02 г.), а выпуск и обращение ценных бумаг - Законом "О рынке ценных бумаг" от 22.04.96 г. (с изм. и доп. от 28.12.02 г.) и "Положением о порядке выдачи разрешения ФКЦБ на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом, и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов" от 13.03.01г. №3 (с изм. и доп. от 17.04.02 г.).

Что же касается выпуска собственно депозитарных расписок, то это России не касается. Как только кастоди оказался в реестре российского эмитента акций, вступает в силу договор между ним и депозитарным банком и, стало быть, начинает действовать американское законодательство (а это уже сфера заботы иностранных юристов, готовящих договор).

Первичное размещение и дальнейшее совершение сделок с депозитарными расписками осуществляется, как правило, через счета их участников открытых в одном из крупнейших депозитариев - DTC. Он держит ценные бумаги на хранении в специально оборудованных хранилищах и производит учет прав на ценные бумаги по сделкам между счетами своих клиентов. Использование такой системы позволяет быстро совершать сделки без необходимости немедленной передачи ценных бумаг или сертификатов последних. В Европе функции DTC осуществляют расчетно-клиринговые палаты Euroclear и ClearStream.

Особенности сделок с депозитарными расписками, большая часть которых составляют операции купли-продажи, на вторичном рынке связаны с тем, является ли проект депозитарных расписок спонсируемым или неспонсируемым, включая тип последнего. В зависимости от этого депозитарные расписки продаются на фондовых биржах, котируются в автоматизированных системах и т.д. Как биржи, так и указанные системы имеют специальные правила для совершения сделок с ценными бумагами, включая порядок их регистрации.

С их помощью владельцем ценных бумаг российского эмитента может стать иностранный инвестор, причем схема выпуска и обращения ДР удобна, надежна и выгодна как инвестору, так и эмитенту. Расписки свободно обращаются на международных рынках - американском и европейском. Расчеты по ним происходят в международных расчетных центрах, таких как американская DTC, европейские ClearStream и EUROCLEAR. При этом существует низкий риск вложений, т.к. существует депозитарное соглашение между банком-эмитентом депозитарных расписок и самой компанией (инициатором выпуска расписок), согласно которому компания обязуется возместить убытки от возможного ущерба со стороны регистратора, удобство совершения сделок делает эту схему очень привлекательной. При этом эмитент решает целый ряд своих проблем за счет расширения круга своих инвесторов, в частности позволяет привлечь иностранный капитал для решения своих стратегических задач. Наконец, выпуск депозитарных расписок повышает репутацию российских компаний на мировом рынке.

Итак, раскрыв экономическую сущность, механизм выпуска и обращения депозитарных расписок, мы рассмотрим практику применения АДР на примере российских предприятий. Мы покажем необходимость ДР для российских компаний и страны в целом как одного из наиболее эффективных инструментов привлечения прямых зарубежных инвестиций.

2. Практика применения АДР на примере российских предприятий

2.1. АДР российских эмитентов

Выпуск АДР для многих отечественных эмитентов представляет повышенный интерес. Существуют несколько причин, объясняющих данный факт:

Программы АДР увеличивают рыночную стоимость акций, что способствует повышению капитализации компаний. Таким образом, решается проблема недооцененности отечественных эмитентов. Аналитики объясняют столь низкую стоимость российских компаний рискованностью вложений в них для иностранных инвесторов. Выпуск АДР, защищенных законодательством США, является тем инструментом, который существенно снижает риск инвестиций. Как результат, повышенный спрос на акции эмитента АДР, рост их курсовой стоимости и капитализации компании. Причем, этот рост может быть просто ошеломляющим. Например, после выхода АДР капитализация даже такого не самого привлекательного эмитента с производственной и экспортной точки зрения, как ГУМ, возросла с 60 до 240 млн. \$. [22,46]

Многие предприятия России столкнулись с вполне реальной опасностью быть поглощенными крупными иностранными фирмами, что вполне реально из-за их недооцененности. Выпуск АДР, распространяемых среди большого числа мелких и средних инвесторов, такую опасность сильно уменьшает, благо еще и увеличивает капитализацию.

Абсолютное большинство компаний России испытывает необходимость в модернизации производства, введении в строй новых основных средств, в пополнении оборотных фондов. Как правило, собственных средств в силу спада производства и проблемы неплатежей предприятиям не хватает. Надежда на кредиты отечественных банков слабая, ибо в силу приведенных выше причин они предпочитают краткосрочное кредитование, стоимость заемных средств

при этом весьма высока. Привлечение западных инвестиций позволяет решить проблему нехватки средств.

Повышение репутации отечественных компаний на мировом рынке, формирование собственной кредитной истории. Это благотворно сказывается на дальнейшем существовании предприятия.

На наш взгляд, выпуск АДР - решение многих проблем для инвесторов. Во-первых, они получают доступ на перспективный и динамично развивающийся фондовый рынок России, где за сравнительно короткий период можно заработать огромную с точки зрения западного инвестора доходность. Во-вторых, указанный доступ, как уже отмечалось выше, защищен американским законодательством. В-третьих, решается наиболее болезненная проблема для иностранцев по защите прав собственности, ибо их учет ведет американский депозитарий.

Первое частное размещение АДР российских компаний произошло в октябре 1995 г. Депозитарные расписки выпустило АО "Мосэнерго". АО "ЛУКОЙЛ" провело первое публичное размещение АДР в декабре 1995 г. Первая компания чьи АДР, прошли листинг на Лондонской бирже была РАО "Газпром". Это произошло в октябре 1996 г.

В ноябре 1996-го, компания "ВымпелКом" провела на New York Stock Exchange (NYSE) первое в истории российских предприятий публичное размещение акций - через американские депозитарные расписки 3-го уровня. Сегодня на международном рынке котируются акции около 50 российских компаний. Если бы не кризис, выход на международный рынок депозитарных расписок давно мог бы стать для российских предприятий обычным явлением.

Строго говоря, американским депозитарным распискам на российские акции не шесть, а восемь лет. За два года до выхода на международный рынок "ВымпелКома" - в декабре 1994-го - российская компания с иностранным участием Sun Interbrew выпустила первые АДР. Через год к ней присоединился ЛУКОЙЛ, зарегистрировавший АДР 1-го уровня но заслуга "ВымпелКома" в

том, что он первым разместил на международном рынке АДР 3-го уровня, доступные неограниченному кругу инвесторов.

АДР имеют несколько уровней и различаются по требованиям к эмитентам и объему предоставляемых им прав. АДР 3-го уровня ничем не отличаются от американских акций: они могут торговаться на биржах и эмитент имеет право публично предлагать их частным инвесторам. Такие расписки выпустили "ВымпелКом", "МТС", "Вимм-Билль-Данн". АДР 2-го уровня не могут предлагаться к публичному размещению. Такие программы АДР зарегистрированы на акции "Ростелекома" и "Татнефти". Ну а подавляющее большинство российских компаний регистрируют простейшие АДР - 1-го уровня. При регистрации этих программ предъявляются менее жесткие требования к финансовой отчетности и другой информации эмитентов. Тем не менее такие АДР позволяют торговать акциями в США (только среди квалифицированных инвесторов) и в Европе – даже на некоторых биржах, где бумаги проходят стандартный листинг.

Сегодня депозитарные расписки выпустили около 50 российских компаний (см. таблицу 2.1.1.). Но лишь пять из них, "ВымпелКом", "Ростелеком", "Татнефть", "Вимм-Билль-Данн" и "МТС" добились того, что их бумаги котируются на самой престижной бирже мира - на NYSE. При этом только "ВымпелКом", "МТС", "Вимм-Билль-Данн"- компании, в результате размещения АДР привлечшие средства неограниченного круга инвесторов.

Для подавляющего большинства предприятий программа выпуска депозитарных расписок была хорошей рекламой. Впрочем, российские участники программ АДР добились не только известности на Западе. Одни смогли привлечь дешевые и длинные деньги в виде кредитов западных банков. Другие ("Мосэнерго", "Татнефть", "Иркутскэнерго") получили дополнительные средства в виде еврооблигаций. К программе АДР активно подключались и региональные компании – на периферии финансовых ресурсов значительно меньше, чем в центре России. АДР выпустили такие региональные компании как "Ростовэнерго",

"Башинфорсвязь", "Новгородтелеком", "Самарасвязьинформ", "Электросвязь"
Иркутской области, "Хантымансийскокртелеком".

Таблица 2.1.1.

Список некоторых российских компаний, представленных на фондовом рынке
США[42,47]

Название компании	Биржевой символ
Bank Vozrozhdeniye	BKVZY
Buryatzoloto JSC	BYZJY
Chernogorneft	CHRHY
Gazprom	RADGYP
GUM	GUMRY
Inkombank	IKMBY
Irkutskenergo	IKSGY
Kazan City Telephone Network (KCTN)	KZCTY
Kubanelektrosvyaz (JSC)	KBEZY
Kuzbassenergo JSC	KZBGY
LUKoil	LUKOY (*o) LUKPY (*p)
MENATEP Bank	MBRUY(*o) MBRVY(*p)
Moscow City Telephone Network	MWCTY
Mobile Telesystems, Inc	MBT
Mosenergo	AOMOY
Nizhegorodsvyazinform	NZGIY
Rosneftegazstroy	RFGZY
Rostelecom	ROS
Rostov Electrosvyaz	RVESY
Samaraenergo	SMRGY(*o) SMRJY(*p)
Seversky Tube Works	STBWY
Surgutneftegaz	SGUZY
Tatneft	TNT
Trading House TsUM	TDHSY
TyumenAviaTrans	TYAVY
Tyumentelecom	TUJMY(*o) TUJPY(*p)
Unified Energy Systems (RAO EES ROSII)	USERY
Uralmash Zavody	ULZVY
Uralsvyasinform	UVYZY
Vimpel-Communications	VIP
ПРИМЕЧАНИЕ: *o-обыкновенные акции,	*p- привилегированные акции.

Сразу после финансового кризиса, стало очевидно, что компании, выпустившие АДР стали укреплением устойчивости состояния российских эмитентов. Американские депозитарные расписки некоторое время были единственными инструментами, которые реально торговались. Их котировки, конечно, упали в несколько раз, но они сохранили главное - ликвидность на международном рынке. Все остальные акции просто нельзя было продать, и они осели мертвым грузом в портфелях инвесторов.

Даже сейчас на российском рынке, за редким исключением, торгуются только акции, на которые выпущены АДР.

Подавляющее большинство эмитентов, уже выпустивших либо планирующих выпуск АДР - наиболее крупные представители ведущих отраслей отечественной промышленности: предприятия ТЭК, связи, машиностроения, торговли. Таким образом, АДР в своем большинстве стремятся выпускать предприятия-гиганты, обладающие высоким экспортным потенциалом.

В следующем параграфе выпускной работы речь пойдет о крупнейшей российской компании "Татнефть". Мы рассмотрим последовательность осуществления выпуска и размещения депозитарных расписок различных уровней на крупнейших фондовых биржах мира на примере конкретного предприятия.

2.2. Выпуск АДР акционерным обществом "Татнефть"

Одна из первых компаний, которая разработала и осуществила программу по продвижению акций на мировые фондовые рынки была ОАО "Татнефть".

Программа предусматривала последовательное осуществление программы АДР первого уровня, получение листинга на крупнейших европейских биржах, в т.ч. Лондонской, подготовку и осуществление программы АДР более высоких уровней с выходом на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Должное внимание в

программе также было уделено развитию российского рынка акций АО «Татнефть».

Однако, развитие российского рынка акций АО «Татнефть» было во многом обеспечено благодаря осуществлению программы АDR. Одним из необходимых условий успешности осуществления программы являлся правильный выбор партнеров. Так, были заключены договора: с международной аудиторской фирмой «Прайс УотерхаусКуперс», входящей в «большую четверку» крупнейших аудиторских компаний мира, о проведении независимого финансового аудита, с известной американской компанией «Миллер энд Лентц» о проведении аудита запасов. В качестве депозитарного банка был привлечен банк-депозитарий «Зэ Бэнк оф Нью-Йорк», в качестве банка-кастоди «ING-Банк».

Выбор партнеров по программе АDR проводился на основе тендеров, то есть анализа информации о возможных кандидатурах и выборе наиболее удовлетворяющей критериям «Татнефти» компании. Так, банк-депозитарий выбирался из двух кандидатур: «Бэнк оф Нью-Йорк» и «Сити Бэнк». Оппонентами «Прайс УотерхаусКуперс» являлись другие крупнейшие аудиторские компании большой четверки, как, например, «KPMG». Те компании, которые были выбраны «Татнефтью» в качестве партнеров смогли доказать, что их ценовые и другие условия сотрудничества являются наилучшими.

3 июня 1996 года Федеральная комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) выдала разрешение на выпуск ADR первого уровня. Таким образом, АО «Татнефть» стало пятой российской компанией (после «Мосэнерго», «ЛУКОЙЛ», «Красный Октябрь» и «Инкомбанк»), имеющей право на публичный выпуск ценных бумаг на международном фондовом рынке.

Бесспорное преимущество АО «Татнефть» заключается в том, что это единственная российская компания, которая вышла на международный рынок ценных бумаг, имея аудиторские оценки деятельности и запасов по международным стандартам.

С этого момента котировки акций АО “Татнефть” стали расти несмотря ни на какие перипетии рынка. За неделю, последовавшую за этим, они выросли на 7% и достигли 37 \$.[43,47]

Выпуск АДР первого уровня повлек за собой активизацию интереса аналитических отделов банков и инвестиционных компаний, как зарубежных, так и отечественных. Регулярно стали выпускаться аналитические обзоры и исследования деятельности АО “Татнефть” и ее инвестиционной привлекательности. Внимание инвесторов к АО “Татнефть” усилилось. Все это позволило приступить к реализации программы по размещению пакета акций АО “Татнефть” из доли Республики Татарстан. На основе тендера Глобальным координатором и ответственным менеджером был назначен инвестиционный банк “Дрезднер Кляйнворт Бенсон”. Юридическим консультантом стала юридическая компания “Клири Готлиб”. Инвесторам был подготовлен и предоставлен Меморандум предложения, включающий: исчерпывающую информацию о деятельности АО “Татнефть”, финансовый аудит за 4 года, выполненный компанией “Прайс УотерхаусКуперс”, представленную в полном соответствии с международными стандартами US GAAP, аудит запасов нефти выполненный компанией "Миллер энд Лентц" по международным стандартам.

Кабинет Министров Республики Татарстан определил объем и цену международного размещения обыкновенных акций, выпустив два Постановления №982 от 21.11.96 и № 1034 от 09.12.96 г. Согласно им, размер пакета составил 11,5% от уставного капитала, а цена размещения - не менее \$45 за одну акцию.

В конце ноября 1996 года акции АО “Татнефть” были представлены 189 зарубежным инвестиционным фондам. В результате спрос в 5.8 раза превысил предложение: выставлялось 2.3 млн. акций, а запрашивалось 13.4 млн. акций. Таким образом, появилась реальная возможность выбора инвестора. Цена размещения установилась 45\$ за одну американскую депозитарную акцию. Постановлением №2 от 9.12.96 ГКИ РТ утвердило Договор между “Дрезднер Кляйнворт Бенсон”, другими менеджерами, АО “Татнефть” и

Госкомимуществом РФ о гарантированном размещении ценных бумаг, а также приняло цену размещения не ниже \$ 45 и одобрило Предварительный Проспект предложения. Между ГКИ РФ, АО “Татнефть” и глобальным координатором “Дрезднер Кляйнворт Бенсон” было подписано андеррайтинговое соглашение, определяющее порядок и условия осуществления предложения акций из гос.пакета иностранным инвесторам.[20,46]

В ходе осуществления программы АDR первого уровня одной из основных целей являлось недопущение концентрации в руках одного или нескольких зарубежных акционеров крупного пакета акций АО “Татнефть”. Благодаря детальной проработке маркетинговой политики, на сегодняшний день АDR “Татнефти” расплыены среди 55 институциональных инвесторов США.

АО “Татнефть” с выпуском АDR первого уровня параллельно проводила работы по получению листинга АDR на Лондонской, Франкфуртской, Люксембургской и Берлинской фондовых биржах. Анализ фондовых рынков показал, что получение листинга на этих крупнейших мировых фондовых биржах будет способствовать успешной реализации программы АDR и размещения, а также обеспечит задел роста ликвидности и курсовой стоимости акций, а, следовательно, и капитализации компании.

Вместе с этим листинг акций только на Лондонской фондовой бирже помимо увеличения ликвидности акций компании, что особенно важно для вступающих впервые на зарубежный фондовый рынок, дает для компаний ряд дополнительных преимуществ. Среди многих причин, повлиявших на решение котировать свои акции на этой бирже, были выделены:

- выход на крупнейшие базы международных инвесторов;
- более агрессивная оценка акций компании по сравнению с другими фондовыми рынками;
- более эффективная торговля акциями благодаря небольшому спреду между ценами предложения и покупки, выставляемыми брокерами;

- эффективная и экономически целесообразная возможность для компании увеличить капитал;
- получение хороших возможностей для расширения числа акционеров путем охвата максимально возможного круга институциональных и индивидуальных инвесторов;
- поддержка программ АДР третьего уровня компании путем создания и поддержания ликвидного рынка для ее акций в Великобритании;
- большая прозрачность торговли акциями компании, адекватная статистика сделок;
- рост котировок благодаря синергетическому влиянию всех перечисленных и ряда других факторов.

9 декабря 1996 года биржевой комитет Лондонской фондовой биржи разрешил акциям АО “Татнефть” котироваться на бирже. В ходе размещения было получено 625932 млн. руб., часть из которых пошла на финансирование инвестиционных проектов АО “Татнефть”. [20,46]

Вхождение в листинг Лондонской фондовой биржи позволило АО “Татнефть” стать компанией мирового уровня. Акции стали котироваться и на других европейских биржах во Франкфурте, Берлине, Мюнхене, Штутгарте.

Начиная с момента получения листинга на Лондонской фондовой бирже и размещения пакета, аналитические группы ведущих инвестиционных банков стали регулярно готовить и распространять аналитические отчеты о деятельности АО “Татнефть” среди инвесторов, для которых они служат основным источником информации при принятии решений о покупке или продаже акций.

Олимпом Американского фондового рынка является Нью-Йоркская Фондовая Биржа (NYSE).

Нью-Йоркская Фондовая Биржа на сегодняшний день является центром мировой фондовой торговли. Ее оборот составляет три четверти общего объема торгов ценными бумагами компаний и правительств во всем мире.

Для любой компании включение своих акций в листинг Нью-Йоркской Фондовой Биржи, то есть получение разрешения на допуск ценных бумаг к торгам на NYSE - есть признание высоких результатов, достигаемых компанией в своей деятельности, перспектив ее дальнейшего развития, а также профессионализма ее руководителей и менеджеров. Листинг на NYSE дает не только большую известность и высокую репутацию компании среди инвесторов, но и расширяет возможности компании на мировом рынке товаров и услуг.

Кроме того, листинг акций на NYSE защищает компании от захвата и поглощения. Правилами NYSE и Закона о ценных бумагах от 1933 года и Закона о биржах от 1934 года установлено, что любое лицо, планирующее осуществить приобретение акций одного эмитента в объеме свыше 5%, обязано дать публичное сообщение об этом не позднее чем за 30 дней до даты планируемой покупки. Этот срок достаточен для принятия антипоглощающих мер.

Для “Татнефти” выход на Нью-Йоркскую Фондовую Биржу с широким кругом состоятельных инвесторов, безусловно, является перспективным и необходимым шагом. Прямым результатом достижения намеченной цели должен стать рост и стабилизация курсовой стоимости акций “Татнефти”. Косвенным, но не менее значимым следствием, а в контексте стратегического развития Компании даже более важным, будет признание всем деловым миром высочайшего уровня и перспектив развития “Татнефти”. Это значит, что появятся крупные инвестиции, стратегические партнеры. На благо Компании, ее работников, и в целом Республики Татарстан начнут реализовываться новые инвестиционные проекты.

Для получения листинга на NYSE компания должна удовлетворять жестким требованиям, предъявляемым Комиссией по ценным бумагам и биржам США и самой Нью-Йоркской фондовой биржей. Непременным условием одобрения листинга является наличие: аудированной финансовой отчетности за последние три года деятельности, соответствующей стандартам

американской системы бухгалтерской отчетности - US GAAP, для нефтяных компаний - аудита по запасам нефти. Еще одним из необходимых условий получения листинга на NYSE является наличие широкого ликвидного рынка акций в стране эмитента. Общая рыночная стоимость акций эмитента и стоимость имущества должны составлять не менее 100 млн. долларов США по каждому показателю, объявленный доход до уплаты налога за последние три года - также не ниже 100 млн. долларов, более 2,5 миллионов акций компании должны обращаться на международном рынке капитала.[42,47] В числе ряда других объемных документов Регистрационное заявление с полным описанием компании.

Всё это направлено на подтверждение показателей высокой надежности, инвестиционной привлекательности, создание “прозрачности” компании перед потенциальными американскими и международными инвесторами.

Приняв решение о необходимости выхода на Нью-Йоркскую Фондовую Биржу, Совет директоров АО “Татнефть” поставил перед собой и Управлением собственности, как рабочим органом АО “Татнефть”, ведущем работу с акциями Компании, эту глобальную задачу.

Достижение любой глобальной цели требует последовательного решения целого ряда текущих, локальных вопросов. Осознание значимости и необходимости этой работы, ее корректное и своевременное выполнение - залог успешного решения общей задачи.

Так, согласно требованиям, предъявляемым американским законодательством к компаниям, выпускающим АДР и выходящим на Нью-Йоркскую Фондовую Биржу, “Татнефть” обязана предоставить в Комиссию по ценным бумагам США, а в последствии - инвесторам, полную информацию о своей деятельности и ее особенностях, дальнейших планах, руководящем составе, о связанных с деятельностью компании рисках. Также необходимо раскрыть целый ряд частных вопросов, возникающих после предоставления вышеперечисленной информации в Комиссию по ценным бумагам США и

юридическим фирмам, являющимся партнерами Компании по программе выхода на NYSE.

Документом, предназначенным нести всю информацию и представлять АО «Татнефть» в Комиссии по ценным бумагам США, является Регистрационное заявление по форме F-20. В этом объемном документе должна содержаться информация, затрагивающая абсолютно все аспекты деятельности АО «Татнефть».

В конце марта 1998 года АО «Татнефть» получило листинг АДР второго уровня на Нью-Йоркской фондовой бирже. После этого АО «Татнефть» приступило к обмену ранее выпущенных АДР на АДР второго уровня. На рисунке 2.2.1. представлено относительное изменение объемов торгов нефтяных компаний РФ за первое полугодие 1998 года. Рисунок демонстрирует резкий скачок интереса со стороны инвесторов к акциям АО «Татнефть» наблюдаемый в результате листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже на фоне незначительных изменений объемов торгов других российских нефтяных компаний.

30 марта 1998 года «Татнефть» стала единственной российской компанией, акции которой имеют листинг на двух крупнейших биржах мира: Нью-Йоркской и Лондонской. АО «Татнефть» приложила максимум усилий к созданию открытой для инвесторов и эффективно работающей компании с тем, чтобы превратить свои акции в высоколиквидный и мощный инструмент привлечения инвестиций.

Таким образом, получение листинга на Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах привело к росту привлекательности акций АО «Татнефть», увеличению числа желающих их приобрести. Выход акций АО «Татнефть» на международные биржи повлек за собой стремительное увеличение спроса на российских биржевых площадках, что сказалось на увеличении ликвидности и активной динамике цен на акции.

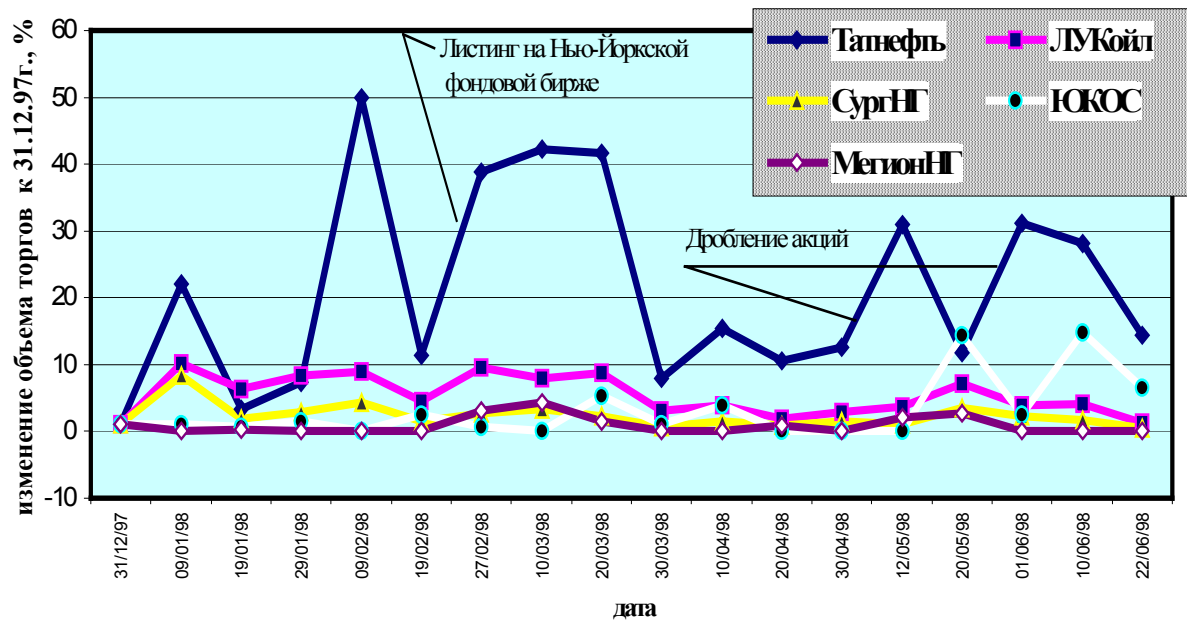


Рис. 2.2.1. Относительное изменение объемов торгов нефтяных компаний РФ за первое полугодие 1998 года. [43,47]

Курсовая стоимость акций приобрела дополнительный потенциал роста. Правильно определенная стратегия позволила в мае 1997 г. повысить курс акций до 80 долларов, а в октябре 1997 г. до 200 долларов за акцию (рис. 2.2.2.).

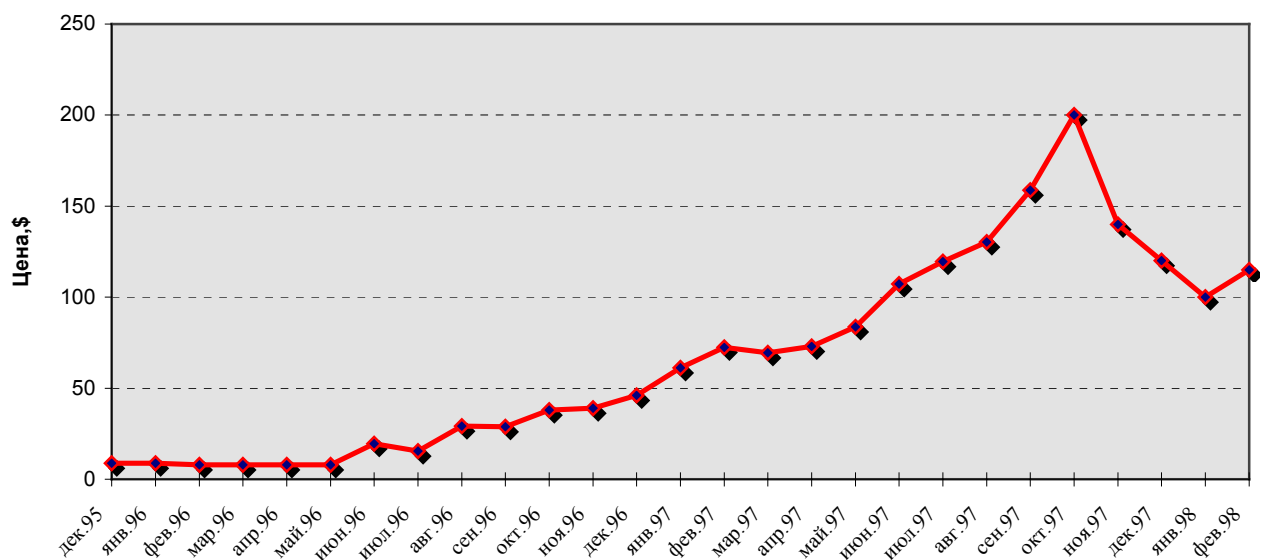


Рис. 2.2.2. Динамика стоимости акций АО "Татнефть" [43,47]

Благодаря реализации программы АДР первого уровня, повышению ликвидности акций в РТС и, несмотря на обвальное падение котировок в октябре 1997 года, вызванное мировым фондовым кризисом, акции “Татнефти” поддерживали лучшую динамику относительно акций других российских нефтяных компаний. Это объясняется запасом ликвидности и привлекательности акций “Татнефти”, который был создан в ходе реализации программы АДР первого уровня. В подтверждение, на следующем графике (рис. 2.2.3.) показана динамика акций российских нефтяных компаний относительно 23 января 1998 года. Как видно, только акции “Татнефти” и Лукойла за этот период возросли, причем “Татнефти” - на 21,3%, “Лукойла” - только на 14,42 %. Курсы акций остальных компаний снизились.

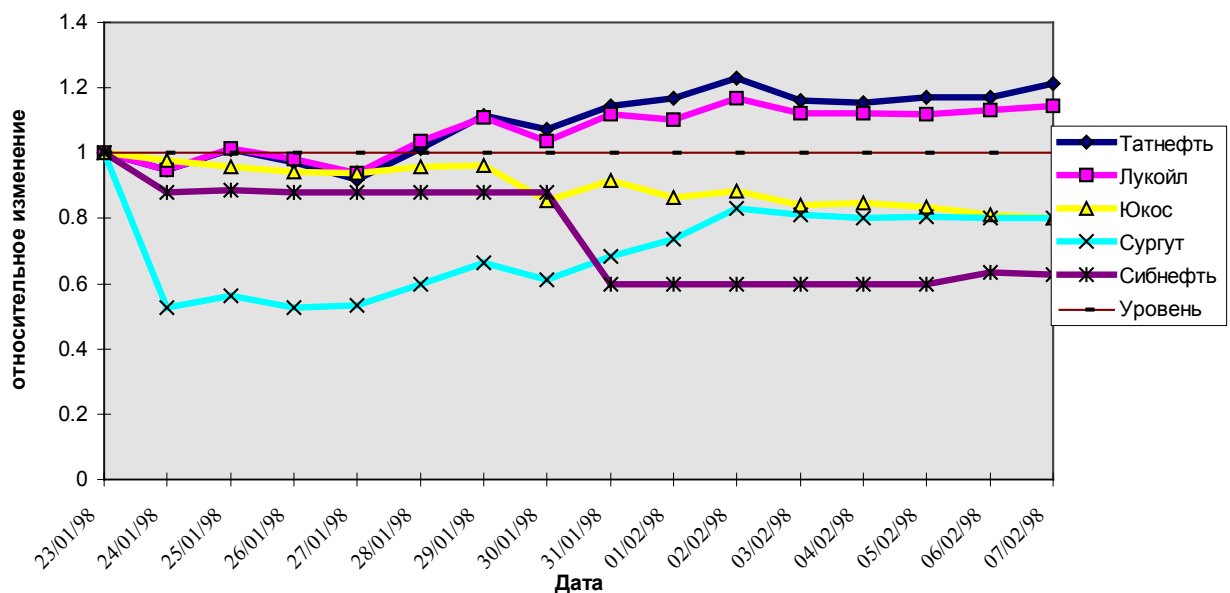


Рис. 2.2.3. Динамика котировок акций нефтяных компаний [43,47]

Таким образом можно сделать вывод, что осуществление акционерным обществом «Татнефть» программы по выпуску американских депозитарных расписок и выходу на мировой фондовый рынок прошла успешно, что является прямым свидетельством того, что рынок доверяет компании. А это в свою очередь усиливает интерес к ней со стороны инвестора, то есть способствует

дальнейшему росту ликвидности и курсовой стоимости акций и капитализации самой компании.

С ноября 2000 года начались торги акциями “Татнефти” на Бирже Ньюэкс, учрежденной совместно Берлинской и Венской фондовой биржей. По мнению представителей биржи всего 4 российские компании, прошедшие процедуру листинга Ньюэкс будут рассматриваться инвесторами как “элитный клуб” российских эмитентов, деятельность которых соответствует международным стандартам. Биржа призвана обеспечить максимальный доступ иностранным инвесторам на фондовые рынки стран Центральной и Восточной Европы и позволит привлекать на модернизацию производства дополнительные инвестиционные ресурсы.

В 2002 году было объявлено о планах компании по размещению АДР третьего уровня. Согласно американскому законодательству, размещать АДР третьего уровня можно только на те акции, которые раньше не обращались на открытом рынке. Учитывая, что компания не собирается проводить допэмиссию, АДР могут быть выпущены только на бумаги, находящиеся в госсобственности. Однако ни в компании "Татнефть", ни в фонде имущества Татарстана эту информацию не подтвердили.

Совет директоров ОАО "Татнефть" отложил на неопределенное время вопрос о размещении на мировых фондовых площадках АДР третьего уровня.

"Татнефть" была первой российской компанией, разместившей на Лондонской и Нью-Йоркской фондовых биржах свои акции, точнее, так называемые Американские депозитарные расписки под эти акции, первого а затем и второго уровня. Размещение АДР третьего, самого высокого, уровня означало бы, что "Татнефть" продолжает продвигаться по пути все большей прозрачности своего бизнеса и готова привлекать дополнительные инвестиции в рамках четко очерченной долгосрочной стратегии развития, в частности, для завершения строительства Нижнекамского НПЗ и формирования собственного газового холдинга.

Связанные с этим расчеты инвесторов и биржевых спекулянтов

привели к тому, что в течение марта акции "Татнефти" подорожали почти на треть, а известие о том, что подготовка к размещению АДР откладывается, заставило акции компании "полегчать" на ММВБ, в частности, примерно на 5 процентов только за день.

И судя по богатому опыту компании, очередная попытка по повышению капитализации "Татнефти" может оказаться успешной.

До "Татнефти" на американском фондовом рынке были размещены акции только двух российских компаний – "Вымпелкома" и "Ростелекома". Однако это произошло в период бума на ценные бумаги высокотехнологичных отраслей, к которым относятся данные предприятия, что позволяет охарактеризовать интерес к ним как достаточно спекулятивный. Акции "Татнефти", напротив, принадлежат к категории ценных бумаг "старой" экономики, и интерес к ним со стороны американских инвесторов в гораздо большей степени демонстрирует спрос на акции российских предприятий. А учитывая, что на сегодня ни одной другой отечественной промышленной компании не удалось зарегистрировать свои ценные бумаги на NYSE, можно сказать, что акции "Татнефти" выступают в роли барометра, определяющего отношение американских инвесторов к российской экономике.

Таким образом, опыт АО "Татнефть" по размещению АДР на международных фондовых рынках, показал эффективность и необходимость депозитарных расписок.

В заключении хотелось бы отметить, что выпуск депозитарных расписок позволяет российским компаниям:

- приобрести опыт работы на международном рынке ценных бумаг;
- существенно повысить ликвидность внутреннего рынка бумаг компании;
- разместить акции новых эмиссий АДР третьего уровня среди зарубежных инвесторов, что обеспечит привлечение инвестиций.

А также дает возможность инвесторам:

- торговать ценными бумагами российских компаний на вторичном рынке США;
- производить перерегистрацию владельцев расписок прямо в США и в сжатые сроки;
- регистрировать в SEC АДР более высокого уровня, что способствует росту цен на эти бумаги, а также их инвестиционной привлекательности.

Таким образом, выпуск АДР необходимо рассматривать как первый шаг предприятий и банков России на мировой рынок ценных бумаг.

Заключение

В данной работе была сделана попытка рассмотреть теорию и основные практические моменты выпуска депозитарных расписок российскими предприятиями. В первой главе выпускной работы была раскрыта экономическая сущность АДР, виды депозитарных расписок, механизм выпуска и обращения. Проанализированы преимущества и проблемы проектов депозитарных расписок как для инвестора, так и для самого предприятия.

С точки зрения компании эмитента АДР позволяют привлекать иностранный капитал для решения стратегических задач, получить доступ к фондовым рынкам других стран, повысить цену и ликвидность своих ценных бумаг. Для инвестора АДР позволяют преодолеть ограничения при совершении сделок с ценными бумагами иностранных компаний, получать дивиденды, а также быть информированным об эмитенте. Общие проблемы АДР одинаковы и вызваны, в основном, несовершенством законодательства России.

Схема выпуска и обращения ДР удобна и выгодна как инвестору, так и эмитенту. Расписки свободно обращаются на международных рынках, при этом существует низкий риск вложений. Удобство совершения сделок делает эту схему очень привлекательной.

Во второй главе была показана необходимость АДР для отечественных компаний, а также рассмотрена практика применения АДР российскими компаниями, в частности акционерным обществом "Татнефть". Для российских предприятий депозитарные расписки представляют повышенный интерес. Выпуск АДР способствует повышению капитализации компании, что решает проблему недооцененности отечественных эмитентов. Опыт по размещению ДР российскими предприятиями показал успешные результаты.

Сегодня на международном рынке котируются около 50 российских компаний. Но лишь пять из них, "ВымпелКом", "Ростелеком", "Татнефть", "Вимм-Билль-Данн" и "МТС" котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Среди них крупнейшая нефтяная компания "Татнефть", опыт которой

доказывает эффективность и необходимость депозитарных расписок. В работе подробно описаны этапы выпуска и размещения ДР на международных фондовых биржах АО «Татнефть».

По результатам работы можно сделать вывод, что проекты выпуска депозитарных расписок являются эффективным способом привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику. Они относительно недороги и, в случае выбора квалифицированных зарубежных специалистов, могут быть проведены за несколько месяцев. Отечественное законодательство, в целом, не является существенным препятствием для их осуществления, хотя проблем достаточно. Наиболее перспективны для России проекты АДР первого уровня и выпуск по Правилу 144А. Они не требуют существенного раскрытия информации об эмитенте и нет необходимости в подготовке бухгалтерской отчетности по стандартам US GAAP.

Многие предприятия встают перед проблемой поиска инвесторов. Выпуск депозитарных расписок - один из способов решения этой проблемы, наиболее перспективный путь выхода российских эмитентов на международный фондовый рынок. Опыт проведения проектов депозитарных расписок российскими эмитентами в целом можно считать успешным.

Таким образом, самый простой для российских компаний способ выйти на американский фондовый рынок – получить американские депозитарные расписки.

Использованная литература:

1. Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” №39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (с изм. и доп. от 28.12.02 г.)
2. Федеральный закон “Об акционерных обществах” №208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. (с изменениями и дополнениями от 13 июня 1996 г. и от 01.01.02 г.)
3. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М.: Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997г.
4. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 1996г.-286с.
5. Городний В.И.. Правовое обеспечение рынка ценных бумаг на опыте АО «Татнефть».- М.: Изд-во Мысль, 1998.-121с.
6. Городний В.И.. Рынок ценных бумаг: вопросы теории и практики: Монография. – К.: МАУП, 1999.-165с.
7. Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 1995г.;-231с.
8. Исследование "Миллер энд Лентц", декабрь, 1996 г.;
9. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1996.-183с.
10. Нефтяной сектор России / Исследование подготовленное «Тройка Диалог», январь 2002 г.;
11. Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок.- М. Стаут, 1996-138с.
12. Российская нефтяная промышленность / Исследование “Брансвик Варбург”, сентябрь 1999 г.
13. Сурков А.Н, Городний В.И.. Основы правового регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации: Учебное пособие. М.: Изд-во МГУК, 1998.-97с.

14. Ценные бумаги: Учебник/Под ред. Колесникова- М.: Финансы и Статистика, 1999г.-254с.
15. Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. –М, 2001.-XII.- 1028с.
16. Merrill Lynch December 1996 “Locomotive of Tatarstan’s Economy”.
17. Citibank 1998 ”Depository Receipts Year-End Review”
18. BNY Brokerage, INC. "Russian's ADR: Turning the Russian Bear into a Bull"
19. Борисов Е. Привлекательность ADR гарантирована законом // Рынок ценных бумаг. -1996 .-№3. – с.39-44.
20. Городний В.И. Татнефть: стратегия роста // Финансист –2001. -№2.-с.25-27.
21. Депозитарные расписки как средство привлечения инвестиций в России // Рынок ценных бумаг.-1997.-№14.-с.14-16.
22. Диаковский А. Рынок ADR: практика, итоги, перспективы.// Рынок ценных бумаг. -1997.- № 14.-с.21-23.
23. Кузин А. Пока татарские и башкирские политики пишут президенту, акции их нефтяных компаний покупают иностранцы // Финансовая Россия. -2002. 21 марта.- с.2-3.
24. Ладыгин Д., Арсеньев В. Наши акции на чужом поле // Коммерсантъ.-1999.- 26 ноября. – с.4.
25. Меркулов Я.Я. Что собой представляет фондовый рынок России // ЭКО. , - 1998г.-№2. –с.27-29.
26. Миркин Я. Для Лондона Москва-Воронеж // Эксперт. –2003.-№21.-с.58.
27. Мясенков В. ADR: возможна ли игра? // Рынок ценных бумаг.-1997. -№ 14.- с.12-13.
28. Обращение Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Кабинете министров Республики Татарстан. // Время и Деньги.-1997г.- №27.-с.2.
29. Савушкин С. Акции Татнефти – лучший дебютант 1996 года // Нефть и Капитал.-1997.- №1.-с.14-15.

30. Стивен Бергер , Алексей Алексеев. Выход на американский рынок капитала: приведение отчетности в соответствие с требованиями SEC // Ведомости.-2001.- 5 марта.-с.3.
31. "Татнефть" не оправдала надежду биржевиков // Время и деньги.-2000. - 17 октября.-с.3
32. "Татнефть" сыграла в свою игру.// Коммерсантъ. –2002. –12 марта. – с.2.
33. Только для сильных // Эксперт. –2003.-№16. С.44-47.
34. Шеломенцев А.Г. Структура акционерного капитала промышленных корпораций и инвестиций // ЭКО. –1998.-№2.-с.15-17.
35. Шилина Г., Мальев М. Выпуск ADR на акции российских эмитентов - шаг на мировой рынок // Рынок ценных бумаг.-1996.- № 3.-с.8-10.
36. Бухгалтерские балансы АО "Татнефть" за 1997-2001 гг.
37. Геологические отчеты АО "Татнефть" за 1997-2001 гг.
38. Годовые отчеты АО "Татнефть" за 1997-2001 гг.
39. Пояснительные записки к годовым отчетам АО "Татнефть" за 1997-2001 гг.
40. Регистрационное заявление АО "Татнефть" по Форме F-20.
41. Решение Совета директоров: «...о Глобальном предложении, о допуске акций АО "Татнефть" на листинг LSE...».
42. www.bny.com
43. www.solid.ru
44. www.tatneft.ru