Меринсон Дмитрий Григорьевич. Формирование эффективных программ эмиссии депозитарных свидетельств на рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1999 159 c. РГБ ОД, 61:00-8/1019-9

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Депозитарные свидетельства как инструмент вывода российских акций на зарубежные фондовые рынки

1.1 Особенности и условия привлечения инвестиций предприятиями на основе депозитарных свидетельств 11

1.2 Систематизация типов программ депозитарных свидетельств 21

1.3 Анализ эффективности рынка депозитарных свидетельств 49

Глава 2. Разработка методики формирования программ депозитарных свидетельств для российских предприятий

2.1 Формализация процедур допуска ценных бумаг российских эмитентов на мировой фондовый рынок 55

2.2 Разработка инфраструктуры программ депозитарных свидетельств в России 85

2.3 Реализация программ депозитарных свидетельств как фактор глобализации рынка ценных бумаг РФ 103

2.4 Совершенствование методики формирования и размещения программ депозитарных свидетельств российскими эмитентами на зарубежных фондовых рынках 113

Заключение 130

Список литературы 136

Приложения 147

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Одним из основных условий экономического развития любого государства с рыночной экономикой является наличие эффективного механизма привлечения инвестиций, как внутренних, так и внешних. На современном этапе экономика Российской Федерации испытывает острую потребность в капиталовложениях для целого ряда отраслей промышленности. Привлечение данных ресурсов в необходимых объемах может быть обеспечено как путем кредитных заимствований, так и с помощью грамотной эмиссионной политики российских предприятий на внутреннем и зарубежном фондовом рынке, в современных условиях являющейся неотъемлемой частью стратегии развития каждого предприятия. Предприятие может прибегнуть к выпуску долговых инструментов, акций либо производных ценных бумаг. Среди данных инструментов эмиссия акций является наиболее дешевым (бессрочным, невозвратным) и доступным механизмом привлечения ресурсов.

Известно, что с 1994 года российский фондовый рынок развивался в основном как спекулятивный механизм, и в гораздо меньшей степени как инструмент привлечения реальных инвестиций на предприятия с целью получения контроля или возможности участия в управлении деятельностью предприятий, акции которого приобретаются. В настоящее время российские инвесторы не обладают достаточным капиталом, чтобы делать такого рода вложения (подобные инвестиции имели лишь эпизодический характер), у большинства из них, в связи с кризисом, не хватает даже оборотного капитала. Западные инвесторы, обладая достаточными средствами, не готовы их инвестировать по причине высоких рисков подобных вложений, хотя с точки зрения ведущих отечественных и зарубежных экспертов российские акции по-прежнему недооценены. Более того, в последнее время

наблюдается отток инвестиционного капитала с рынка акций. В таких условиях спекулятивная составляющая рынка акций превалирует над неспекулятивной, но при этом ее абсолютная величина резко уменьшается. Изменения могут произойти только в случае качественного изменения экономической и политической ситуации в стране. В 1999 году за счет наметившегося роста отечественного промышленного производства и мировых цен на энергоносители (основной экспортный товар РФ) на рынке акций наблюдается небольшая динамика роста капитализации при очень высокой волатильности и небольших объемах торговли. При этом основными факторами, влияющими на рынок акций, будут внутриполитические и экономические шаги правительства, направленные на преодоление кризиса в стране. Также, в случае проявления нового витка кризисных явлений в мировой экономике, аналогичных азиатскому кризису 1997 г., российский рынок могут ожидать новые глубокие падения, граничащие с временной потерей его ликвидности.

Учитывая складывающуюся ситуацию российским эмитентам необходимо искать новые перспективные инструменты привлечения инвестиций, снижающие потенциальные риски портфельных и стратегических инвесторов (главным образом зарубежных, чья доля в инвестициях в акции российских предприятий чрезвычайно высока). В современных условиях существенные инвестиции в акции российских предприятий могут быть осуществлены зарубежными консервативными инвесторами через стандартные производные инструменты зарубежного фондового рынка. Одним из самых эффективных, дешевых и универсальных инструментов по привлечению международных инвестиций в акционерный капитал компаний являются депозитарные свидетельства.

В последние годы проведен ряд успешных эмиссий депозитарных свидетельств на российские акции. Вместе с тем, существует целый ряд методологических и методических вопросов, требующих теоретических

исследований и разработки практических рекомендаций с целью повышения эффективности формирования программ Депозитарных свидетельств российских эмитентов, так как на сегодняшний момент потенциал рынка депозитарных свидетельств на российские акции как источника привлечения иностранных инвестиций для российских предприятий востребован не в полной мере.

**Состояние научной разработанности проблемы. В**экономической литературе теоретические проблемы привлечения инвестиций, а также исследование зарубежных фондовых рынков и финансовых инструментов нашли отражение в работах следующих отечественных и зарубежных ученых: Л.М. Абалкина, А.Г. Аганбегяна, Г.А. Арбатова, Е. Хесина, X. Брауна, Е. Бредли, Р. Брейли, Г. Дональдсона, Р. Колсона, С. Майерса, Д. Ньютона, Е. Плапингер, Р. Смита, К. Тайгерсона, Р. Тьювелса, Р. Черника.

Исследование проблем формирования и реализации программ Депозитарных свидетельств, их применения для привлечения инвестиций на предприятиях «развивающихся рынков» отражено в публикациях следующих авторов: С. Безсмертного, Е. Борисова, А. Клименко, С. Локотковой, М. Мальева, Л. Садового, В. Федорова, Г. Шилиной, А. Шмарова, П. Бишопа, А. Кэмпбелл, К. Лопиана, Е. Салливана, Т. Сэнфорда.

Однако до настоящего времени, несмотря на проведение ряда исследований и успешных эмиссий депозитарных свидетельств на российские акции, отсутствует систематизированная методика организации программ выпуска и обращения на вторичном рынке депозитарных свидетельств российских эмитентов, включающая весь спектр вопросов адаптации инфраструктуры фондового рынка и законодательства по ценным бумагам РФ к требованиям и правилам эмиссии и обращения различных видов депозитарных свидетельств в соответствии с нормами законодательства США и Западной Европы.

Это обусловило выбор темы, объекта и предмета исследования, целей и задач настоящей диссертационной работы.

**Цель и задачи исследования.**Целью данного диссертационного исследования явилась разработка теоретических аспектов и методических рекомендаций по формированию программ эмиссии депозитарных свидетельств на акции российских эмитентов с учетом мирового опыта, адаптации инфраструктуры российского фондового рынка.

Достижение этой цели предполагает решение следующих задач:

анализ эффективности рынка ДР, динамики его развития и перспектив, а также опыта размещения ДР ряда российских компаний;

системный анализ процедуры допуска ценных бумаг российских эмитентов на фондовый рынок США и Западной Европы посредством организации выпуска депозитарных свидетельств, соответствующей нормативной базы;

исследование различных типов программ Депозитарных свидетельств и их имплементации в соответствии с инвестиционными потребностями и стратегией эмитента на фондовом рынке;

исследование инфраструктуры Депозитария по программам ДР и условий ее адаптации к фондовому рынку РФ; анализ механизма торговли расписками на акции российских эмитентов;

разработка систематизированной методики формирования программ Депозитарных свидетельств российских эмитентов и рекомендаций по совершенствованию механизма размещения депозитарных свидетельств.

**Предметом исследования**является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе привлечения зарубежных инвестиций в акционерный капитал российских предприятий через эмиссию депозитарных расписок.

**Объектом исследования**является инвестиционная деятельность предприятий РФ различных отраслей промышленности, связанная с

процессом привлечения инвестиций, путем размещения своих акций на зарубежных фондовых рынках.

**Теоретической и методологической основой**исследования послужили научные труды ведущих ученых экономистов и финансистов, посвященные проблемам привлечения инвестиций, а также исследованию зарубежных фондовых рынков и инструментов, законодательные акты РФ и США в области регулирования фондового рынка, относящиеся к предмету исследования.

**Информационную базу исследования**составили:

1. законодательные акты, другие нормативно-правовые документы органов государственной власти применительно к рассматриваемым проблемам, в том числе нормативно-правовые документы Министерства финансов РФ, Банка России, ФКЦБ РФ, ГНС и Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам США (US SEC),
2. информационные исследования ведущих американских банков-депозитариев по программам АДР (The Bank of New York, Citibank, JP Morgan), аналитические материалы информационных агентств (Bloomberg, Reuters, Datastream, Скейт, РБК, АКМ), брокерских компаний и финансовых аналитиков, публикации периодической печати, а также результаты собственных исследований автора.

**Научная новизна исследования состоит в следующем:**разработаны методологические основы формирования программ Депозитарных свидетельств для российских предприятий, включающие в себя весь комплекс мероприятий по подготовке и «запуску» данной программы, в том числе: - методические рекомендации по организации эмиссии ДР на российские акции в соответствии с существующей инфраструктурой и нормативно правовой базой рынка ценных бумаг РФ; -схемы первичного размещения депозитарных свидетельств на зарубежном фондовом рынке; - мероприятия по поддержанию

ликвидности при обращении депозитарных свидетельств на вторичном рынке;

обобщен и проанализирован зарубежный опыт формирования программ эмиссии депозитарных свидетельств эмитентов стран Восточной Европы, Латинской Америки и Юго-Восточной Азии, относимых к «развивающимся» рынкам; исследованы различные типы депозитарных свидетельств и даны рекомендации их использования в соответствии с инвестиционной стратегией эмитента; обоснованы преимущества использования ДР в качестве эффективного инструмента привлечения инвестиций: а) повышающего рыночную цену и ликвидность акций компании, и, как следствие, капитализацию эмитента, б) расширяющего инвестиционный доступ к акциям компании, в) обеспечивающего механизм увеличения капитала компании, г) позиционирующего эмитента на мировом финансовом рынке;

на основе проведенного анализа доказана целесообразность формирования программ Депозитарных свидетельств как перспективного источника привлечения иностранных портфельных и стратегических инвестиций посредством организации эмиссий ДР на акции российских предприятий;

выполнена формализация процедур допуска ценных бумаг российских эмитентов на фондовый рынок США, включающая в себя: 1) выбор оптимального типа долевых ценных бумаг, в соответствии со стратегией выхода эмитента на американский финансовый рынок; 2) определение последовательности и особенностей регистрации проспектов эмиссии;

1. формулировку требований к периодической отчетности эмитентов;
2. систематизацию правил листинга и обращения Депозитарных свидетельств нерезидентных эмитентов на ведущих мировых фондовых биржах и торговых площадках, в том числе, NYSE, АМЕХ, NASDAQ, LSE, FSE, PORTAL; 5) систематизацию нормативной базы выпуска Американских Депозитарных Расписок;

проведен анализ динамики, перспектив и тенденций развития мирового рынка депозитарных свидетельств, обобщен опыт ряда ведущих российских эмитентов по организации и размещению различных типов программ депозитарных свидетельств, в частности, АДР; выявлены общие, для российских компаний, тенденции формирования проспектов эмиссии депозитарных свидетельств, заключающиеся в эмиссии АДР 1 -го уровня и (или) частных размещениях среди квалифицированных институциональных покупателей в США (правило 144А) и Западной Европе (Reg.S).

проведен анализ и впервые сформулированы проблемы адаптации инфраструктуры банка Депозитария и банка Ответственного хранителя по программам Депозитарных Расписок в России, в том числе: требования, предъявляемые при лицензировании банка Депозитария и Ответственного хранителя; требования, обеспечивающие единство подходов к учету прав собственности на ДР.

определен характер воздействия арбитражных и внутрирыночных торговых операций с депозитарными свидетельствами российских эмитентов на процессы глобализации рынка ценных бумаг РФ; разработаны практические рекомендации российским эмитентам и дилерам, направленные на повышение привлекательности акций и ДР компаний, развитие ликвидности их рынка.

**Практическая значимость работы**заключается в том, что основные положения диссертации могут быть использованы российскими предприятиями, рассматривающими пути и возможности развития ликвидности рынка своих акций, привлечения зарубежных инвестиций в свой акционерный капитал путем вывода своих ценных бумаг на зарубежные фондовые рынки (в частности США) через организацию программ выпуска Депозитарных свидетельств, а также российскими и зарубежными инвестиционными институтами (инвестиционными банками, фондами,

брокерскими компаниями), активно работающими с ценными бумагами российских эмитентов.

**Апробация работы.**Основные положения исследования были использованы, с участием автора, при организации программы выпуска АДР 1-го уровня на обыкновенные и привилегированные акции Банка МЕНАТЕП, успешно реализованной в июне-августе 1997 года, при формировании программы АДР НК ЮКОС и целом ряде других проектов. Материалы исследования докладывались автором на научно-практических конференциях в Межбанковской финансовой школе, Институте финансов и банковских технологий. Основные положения диссертационной работы были изложены автором в научных публикациях /Сборник «Депозитарные расписки как инструмент привлечения зарубежных инвестиций для российских предприятий», Москва, Институт финансов и банковских технологий, 1999 - 2 п.л./.

## Особенности и условия привлечения инвестиций предприятиями на основе депозитарных свидетельств

Депозитарное свидетельство или расписка /ДР/ (с английского Depositary Receipt) - сертификат, выпущенный первоклассным банком Депозитарием, свидетельствующий о депонировании определенного количества ценных бумаг иностранного частного эмитента (как правило акций) в каком-либо достаточно надежном местном банке Ответственном Хранителе (с английского Custodian) и представляющий право собственности на них.

«Американская депозитарная расписка /АДР/ - свободно обращающаяся на американском фондовом рынке производная ценная бумага, подтверждающая владение и опосредующая операции с иностранными акциями, депонированными в американском депозитарном банке»;1

Любая иностранная компания, желающая продать свои ценные бумаги в США, оказывается перед необходимостью выбора способа осуществления такого плана. Согласно праву США, иностранный эмитент может или выпустить свои ценные бумаги в Америке в форме американских акций, или участвовать в проекте выпуска производных для них ценных бумаг -американских депозитарных расписок. Ценные бумаги иностранного эмитента, выпущенные в иной форме, не допускаются к обращению на фондовом рынке США.

Наиболее сложный и дорогостоящий для иностранного эмитента способ выхода на фондовый рынок США - конечно же выпуск американских акций. Такой эмитент должен в полной мере отвечать требованиям американского права к регистрации эмиссии, раскрытию информации о компании, а также к уставному капиталу и финансовой отчетности.

Выпуск АДР сопряжен со сравнительно небольшими затратами (от 20000 долл. США) и требованиями к отчетности и регистрации. При этом они могут обращаться как на внебиржевом, так и на биржевом рынках. Практика применения депозитарных расписок с каждым годом расширяется. Они активно используются зарубежными эмитентами при слияниях, приобретениях, при изменении структуры капиталов компаний.

"АДР выпускаются американским коммерческим банком-депозитарием (Depositary Bank) под ценные бумаги иностранного эмитента. Последние обычно депонируются в банке-корреспонденте депозитария, который расположен в стране эмитента и называется Банком Ответственным Хранителем"2. Банк-депозитарий действует в соответствии с Депозитным Соглашением, сторонами которого являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками-выгодоприобретателями АДР. В случае неспонсируемого (unsponsored) проекта ДР (проект без участия эмитента, подготовленный в интересах крупного акционера), вышеуказанное соглашение может заключаться только между депозитарием и инвесторами. Банк Ответственный Хранитель осуществляет свои функции на основании договора с Депозитарием, агентом которого он является. Владелец ДР может в любое время обменять их на депонированные базисные ценные бумаги иностранного эмитента. Также, новая порция ценных бумаг иностранного

## Систематизация типов программ депозитарных свидетельств

Программы ДР по степени участия в них эмитента могут подразделяться на спонсируемые и неспонсируемые.

Существует три случая выпуска неспонсируемых ДР:

когда депозитарию представляется целесообразным выпустить ДР на очень ликвидные акции зарубежного эмитента, как это было в случае с РАО "ЕЭС России". Тогда The Bank of New York выпустил неспонсируемые АДР на зарегистрированный на его имя пакет акций компании;

когда владелец крупного пакета акций иностранного эмитента или американский брокер, ожидая прибыль от такого проекта, поручает депозитарию выпустить депозитарные расписки;

«по договоренности с иностранным эмитентом, желающим после проведения неспонсируемого проекта приступить к реализации спонсируемого проекта у того же депозитария, банк-депозитарий может выпускать неспонсируемые ДР.»!0

На практике последний случай самый распространенный.

При этом выпуск неспонсируемых ДР может быть осуществлен только по имеющимся в обращении акциям эмитента. Одной из черт неспонсируемых проектов является возможность участия в них нескольких депозитариев. Также, даже если неспонсируемый проект проводится по договоренности с эмитентом, последний не является стороной соглашения депозитария и инвесторов, текст которого приводится на каждой неспонсируемой депозитарной расписке.

Депозитарий не обязан:

предоставлять инвесторам материалы о голосовании ценными бумагами иностранного эмитента

посылать результаты их голосования иностранной компании

распространять среди них информацию об эмитенте.

Все расходы по проекту ложатся на держателей неспонсируемых АДР, включая оплату конвертации дивидендов.

Процедура регистрации следующая:

перед началом неспонсируемого проекта американский депозитарий обращается к иностранному эмитенту за получением письма "об отсутствии возражений" на его проведение. В случае отказа эмитента подписать это письмо, депозитарий, как правило, не осуществляет данный проект, к тому же ему, скорее всего, будет отказано в регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

Регистрация Американских депозитарных акций по закону 1933 года осуществляется по Форме Ф-6.

Ценные бумаги иностранного эмитента освобождаются от регистрации по Разделу 12(g) закона 1934 года с использованием правила 12(g)3-3(b).

Торговля неспонсируемыми АДР осуществляется только на внебиржевом рынке (ОТС market) через информационную систему "Бюллетень Боард" Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (NASDAQ) и путем их включения в котировальный лист "розовые страницы" (pink sheets). Сделки осуществляются на основе обмена информацией и заключаются по телефону.

## Формализация процедур допуска ценных бумаг российских эмитентов на мировой фондовый рынок

Формирование фундамента действующего в США законодательства о ценных бумагах и фондовых биржах произошло в 30-х годах XX века в ответ на финансовый кризис 1929 года. Тогда были приняты: Закон 1933 года "О ценных бумагах", Закон 1934 года "Об обмене ценными бумагами", Закон 1940 года "Об инвестиционных консультантах", Закон 1940 года "Об инвестиционных компаниях", Закон 1933 года "О банках" (Глас-Стигал Экт), Закон "О трасте" 1939 года. Все перечисленные акты действуют по сей день с рядом поправок.

Важную роль играют судебные прецеденты, возникшие в результате практики применения перечисленных законов. «Правила и Формы, изданные Комиссией США по ценным бумагам и фондовым биржам, также являются источником права о ценных бумагах и фондовом рынке в Америке.»

Российские компании могут получить доступ к фондовым рынкам США посредством либо открытого размещения ценных бумаг, зарегистрированных Комиссией по Ценным Бумагам и Биржам США, либо незарегистрированного "закрытого размещения" ценных бумаг. Любой из указанных методов подходит как для долевых ценных бумаг, часто предлагаемых в Соединенных Штатах в форме Американских депозитарных расписок, так и для долговых ценных бумаг. В то время как открытое размещение ценных бумаг дает доступ к наиболее широкой группе инвесторов (включая индивидуальных мелких инвесторов), закрытое размещение ценных бумаг среди ограниченной категории инвесторов в целом может быть осуществлено быстрее и с меньшими затратами. Настоящая глава содержит краткий обзор законов и постановлений США, регулирующих фондовые рынки, а также правовые и нормативные вопросы, обычно возникающие при проведении зарегистрированного открытого размещения или закрытого размещения ценных бумаг.

Соединенные Штаты имеют два основных федеральных закона о ценных бумагах: Закон о Ценных Бумагах, принятый в 1933 г., с поправками (Закон 1933 г.), и Закон о Ценных Бумагах и Биржах, принятый в 1934 г., с поправками (Закон 1934 г.). Закон 1933 г. регулирует размещение ценных бумаг на фондовых рынках США посредством всеобъемлющих правил и постановлений, которые требуют, чтобы эмитенты и прочие продавцы ценных бумаг раскрывали перед потенциальными инвесторами существенную информацию, необходимую для принятия продуманного решения о капиталовложениях. Закон 1934 г. регулирует требования о периодическом раскрытии информации, предъявляемые к компаниям открытого типа и сделкам с ценными бумагами.

КЦББ, независимый регулирующий орган федерального правительства США, принимает и следит за исполнением законодательства о ценных бумагах.

«Комиссия была создана в 1934 году, в соответствии с разделом 4 Закона 1934 года. Ей управляют пять человек, назначаемых президентом США после согласования кандидатур с Сенатом. Из них президент выбирает руководителя Комиссии. В настоящее время в КЦББ работает 2300 сотрудников. Комиссия имеет четыре региональных офиса и отделы по направлениям, включая отдел регулирования рынка, отдел по корпоративным финансам, отдел правоприменения» . Сотрудники последнего отвечают за расследование нарушений законодательства о ценных бумагах и фондовом рынке и махинаций на нем. Более чем за 50 лет работы этого отдела в американских судах многие нормы законов получили новое звучание через судебные прецеденты.