

ДЕПОЗИТАРНІ РОЗПИСКИ ЯК НОВИЙ ФІНАНСОВИЙ ІНСТРУМЕНТ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

В статті розглянуто проблеми та перспективи розвитку ринку депозитарних розписок на акції інвестиційно привабливих українських емітентів. Автор розглядає спонсоровані і неспонсоровані депозитарні розписки, американські та глобальні розписки, процедуру їх випуску та анулювання. Детально розглядаються переваги, недоліки та можливості застосування окремих видів депозитарних розписок в українській практиці.

Ключові слова: депозитарна розписка, спонсоровані та неспонсоровані депозитарні розписки, вільнообігові та обмежені депозитарні розписки, американські (АДР) та глобальні депозитарні розписки (ГДР), грошова приватизація, інвестиційно привабливі підприємства, депозитарний банк (Банк оф Нью Йорк), ING Barings Ukraine (зберігач), правила "S" та 144A.

З розгортанням процесу грошових продажів державних пакетів акцій інвестиційно привабливих підприємств особливої актуальності набуває питання залучення широкого кола іноземних покупців. З цією метою Фонд державного майна України почав застосовувати механізми продажу цінних паперів, що використовуються у світовій практиці та є зрозумілими для зарубіжних інвесторів, наприклад, продаж державних пакетів акцій за межами України на світових фінансових ринках. При цьому розвинута інституціональна інфраструктура міжнародних ринків дозволяє підібрати конкретний механізм приватизації в залежності від рівня зацікавленості інвесторів тим чи іншим підприємством.

Разом з тим виконання вимог щодо емітента цінних паперів, які встановлені законодавством західних країн, є дуже складним для багатьох українських підприємств. Насамперед, йдеться про методику оцінки фінансового стану об'єкта та прозорість бухгалтерського та фінансового обліку. Тому проблему обігу українських цінних паперів на світових фондових ринках ФДМУ сподівається вирішити за допомогою механізму депозитарних розписок, згідно з яким розміщуються не самі акції, а права володіння ними. Багаторівневість таких розписок дозволяє поступово підійти до розміщення на ринку безпосередньо акцій підприємств.

Спочатку визначимо поняття "депозитарна розписка". Під депозитарною розпискою розуміють вільно-

обіговий депозитарний сертифікат, який, як правило, являє собою випущені компанією у вільний обіг акції або боргові інструменти. Депозитарні розписки полегшують здійснення міжнародних торгових операцій та взаєморозрахунків, зводять до мінімуму транзакційні витрати й розширюють потенційну інвестиційну базу, зокрема, серед інституційних інвесторів.

Депозитарні розписки створюються, коли брокер купує акції компанії на вітчизняному фондовому ринку і доставляє їх до місцевого зберігача, наприклад, ING Barings Ukraine, який після цього дає розпорядження банку-депозитарію, скажімо, "Банк оф Нью-Йорк", видати депозитарні розписки. Так само, як будь-якими іншими цінними паперами, депозитарними розписками можна вільно торгувати на біржі, на позабіржовому ринку і користуватися ними з метою мобілізації капіталу.

Депозитарні розписки мають наступні форми: американську (АДР) та глобальну (ГДР). З юридичної, операційної, технічної та адміністративної точок зору АДР і ГДР ідентичні. Просто з міркувань маркетингу вживається або слово "глобальний" або "американський".

В світовій практиці виділяються чотири типи депозитарних розписок: неспонсоровані та спонсоровані депозитарні розписки I, II, III ступенів.

Неспонсоровані депозитарні розписки випускаються одним чи кількома депозитаріями у відповідь на ринковий попит, але без формальної угоди з ком-



панією. На сьогоднішній день неспонсорвані депозитарні розписки складають приблизно 1% ринку депозитарних розписок і обертаються на позабіржовому ринку.

Спонсоровані депозитарні розписки випускаються одним депозитарієм, який призначається компанією на основі депозитарної угоди або контракту на надання послуг. Спонсоровані депозитарні розписки забезпечують контроль за випущеним в обіг інструментом, надають можливості їх котирування на національних біржах у Сполучених Штатах і мобілізації капіталу.

Програма Спонсорованих депозитарних розписок I ступеня є найпростішим для компаній методом виходу на американські та неамериканські ринки капіталу. Депозитарними розписками I ступеня торгують на американському позабіржовому ринку, а також на деяких біржах за межами Сполучених Штатів. При цьому компанія не повинна дотримуватися ні американських Загальноприйнятих засад і правил бухгалтерського обліку (GAAP), ані надавати про розписки повну інформацію американській Комісії по цінних паперах і біржах. І, найголовніше, програма Спонсорованих депозитарних розписок I ступеня дозволяє компаніям успішно користуватися всіма перевагами вільнообігового цінного папера без внесення змін до існуючого в компанії процесу звітності.

Випуск Спонсорованих депозитарних розписок I ступеня займає найбільшу питому вагу у загальному обсязі випусків депозитарних розписок. Із більш ніж 1500 видів депозитарних розписок, якими торгують на сьогоднішній день, переважна більшість спонсорованих програм належить до I ступеня. Окрім переваг, якими користуються інвестори від вкладання коштів у депозитарні розписки, компаніям, що здійснюють програми I ступеня, досить часто вдається забезпечити від 5 до 15% акціонерної бази у формі депозитарних розписок. Такі програми створені багатьма відомими багатонаціональними компаніями, до яких належать: "Рош Холдинг", "ANZ Банк", SAB, "Гіннесс", "Семекс", "Джардін Матесон Холдинг", "Дрезднер Банк", "Сандоз", "CS Холдинг", "Шисейдо", "Нестле", "Ролс Ройс" і "Фольксваген". Крім того, чимало компаній, серед яких RTZ, "Ельф Акітен", "Глаксо Велкам", "Вестерн Майнінг", "Генсон", "Фіат", "Гранд Метрополітан", "Астра", "Телебрас" та "Ашанті Голд Філдз Компані Лтд.", почавши з програми I ступеня, згодом перейшли до програм II ступеня (Котирування на національних біржах США) і III ступеня (Залучення нового капіталу).

Компанії, які бажають котирувати свої цінні папери на одній з американських бірж, або мобілізувати капітал, вдаються відповідно до спонсорованих депозитарних розписок II і III ступенів. Ці різновиди депозитарних розписок можуть також котируватися на деяких біржах за межами Сполучених Штатів. Кожний ступінь передбачає різні форми реєстрації та звітності в Комісії по цінних паперах і біржах, а також вимагає суворого дотримання Загальноприйнятих засад і правил бухгалтерського обліку США. Крім

того, компанія повинна відповідати умовам проведення лістингу, які діють на національній біржі (Нью-Йоркській фондовій біржі, Американській фондовій біржі) або НАСДАК, – залежно від її вибору).

Кожний вищий ступінь депозитарної розписки в цілому підвищує її прозорість і привабливість для потенційних інвесторів.

Крім зазначених способів розміщення корпоративних прав за допомогою механізму вільнообігових спонсорованих депозитарних розписок, компанія може вийти на американські та інші ринки за межами США шляхом приватного розміщення спонсорованих (обмежених) депозитарних розписок. За допомогою приватного розміщення депозитарних розписок серед великих інституційних інвесторів у Сполучених Штатах компанія може мобілізувати капітал, уникаючи при цьому реєстрації в Комісії по цінних паперах і біржах. Розміщення серед неамериканських інвесторів здійснюється згідно з Правилем "S", яке покликане підвищити конкурентоспроможність американських приватних ринків у галузі продажу незареєстрованих цінних паперів порівняно з європейськими ринками акціонерного капіталу. Паралельно з програмою 144A можна створити програму I ступеня.

На кінець 1994 р. 200 неамериканських емітентів мобілізували 18 млрд. дол. акціонерного капіталу, за допомогою обмежених депозитарних розписок. У квітні 1993 р. Комісія по цінних паперах і біржах здійснила важливий крок на шляху вдосконалення операцій з Глобальними пропозиціями, сформувавши норми й правила створення вільнообігових спонсорованих депозитарних розписок I ступеня після завершення глобальної пропозиції депозитарних розписок.

Потрібно зазначити, що 75% американських інституціональних інвесторів володіють депозитарними розписками.

Випуск депозитарних розписок відкриває великі можливості як для компаній-емітентів, котрі їх випускають, так і для інвесторів, які інвестують в них свої тимчасово вільні кошти.

На сьогоднішній день для компаній більш, ніж 50 країн світу створено понад 1500 програм депозитарних розписок. Компанії дійшли висновку, що запровадження програми депозитарних розписок відкриває перед ними численні переваги. Головні причини для створення компанією програми депозитарних розписок можна розглядати як з позицій капіталу, так і з позицій комерції, що дасть можливість компанії:

- збільшити ринок для своїх акцій шляхом їх розширеної та більш різноманітної пропозиції, що може підвищити або стабілізувати ціни на акції;
- поліпшити загальний імідж продукції, послуг або фінансових інструментів компанії на ринку, розташованому за межами її власної країни;
- створити механізм мобілізації капіталу або коштів для придбання іншої компанії;

- надати працівникам міжнародних дочірніх компаній змогу інвестувати кошти в материнську компанію.

Інвестори дедалі активніше намагаються диверсифікувати свої портфелі за рахунок міжнародних інвестицій. Однак такі перешкоди, як непевність вчасних розрахунків, надто дорогі операції конвертування валют, ненадійність послуг, що надаються місцевими зберігачами, брак інформації, незнання ринкової практики, протиріччя між податковими угодами та внутрішньою інвестиційною політикою можуть відштовхувати фінансові установи та приватних інвесторів від вкладання коштів на світових ринках капіталу.

Інвесторам депозитарні розписки надають наступні переваги:

- як вільнообігові цінні папери депозитарні розписки, як правило, котируються у доларах США, і дивіденди та відсотки по них теж виплачуються у доларах США;
- депозитарні розписки успішно долають перешкоди, що постають перед взаємними фондами, пенсійними фондами та іншими фінансовими установами при придбанні та утримуванні ними іноземних цінних паперів;
- відпадає необхідність оплачувати послуги місцевих зберігачів, що дозволяє інвесторам у Депозитарні розписки щорічно економити від 10 до 40 базисних пунктів;
- дивіденди та інші готівкові виплати конвертуються у долари за конкурентоспроможними обмінними курсами;
- депозитарні розписки випускаються і обертаються на американському та інших ринках з розвинутою інфраструктурою, що значно покращує їх ліквідність порівняно з цінними паперами, якими вони забезпечені.

Пожвавлення процесів приватизації в Україні створило умови для початку випуску депозитарних розписок на акції інвестиційно привабливих підприємств. Ініціатором цієї програми в Україні виступила українська філія інвестиційного банку "ING Barings Ukraine", яка є:

- зберігачем по всіх неспонсорованих і переважній більшості спонсорованих програм;
- ініціатором програм;
- консультантом для компаній по випуску АДР;
- маркет-мейкером, який забезпечує широкі ринки продажу АДР в Європі та США завдяки своїй міжнародній мережі (ING присутній у більш, ніж 60 країнах світу).

Закордонним партнером "ING Barings Ukraine" виступає Банк оф Нью-Йорк.

Процедура торгівлі депозитарними розписками включає наступні операції:

А. Випуск депозитарних розписок

1. Інвестор дає розпорядження нью-йоркському брокеру на купівлю ДР (як будь-яких інших акцій).

2. Нью-йоркський брокер дає розпорядження місцевому брокеру на придбання еквівалентної кількості акцій.
3. Місцевий брокер купує акції на місцевій біржі.
4. Після цього акції депонуються у депозитарний відділ ING Barings Ukraine.
5. ING Barings Ukraine зараховує акції на рахунок Bank of New York й повідомляє його про депонування.
6. Bank of New York випускає ДР і вручає їх брокерові через Депозитарні Траст Компанії (Depository Trust Company – DTC).
7. DTC зараховує ДР на рахунок брокера.

Б. Внутрішньоринкові операції

Купівля: Інвестор дає розпорядження нью-йоркському брокеру на купівлю ДР; брокер купує ДР на американському фондовому ринку.

Продаж: Інвестор дає розпорядження нью-йоркському брокеру на продаж ДР; брокер продає ДР на американському фондовому ринку.

Внутрішньоринкові операції становлять понад 90 % від усіх операцій з ДР.

В. Анулювання депозитарних розписок

1. Інвестор дає розпорядження нью-йоркському брокеру на продаж ДР (як будь-яких інших акцій).
2. Нью-йоркський брокер дає розпорядження місцевому брокерові на продаж еквівалентної кількості акцій.
3. Місцевий брокер продає акції на місцевій біржі:
 - нью-йоркський брокер доставляє ДР в Bank of New York через DTC;
 - DTC зараховує ДР на рахунок Bank of New York;
 - Bank of New York анулює ДР і дає розпорядження ING Barings Ukraine видати й доставити еквівалентну кількість акцій.
4. ING Barings Ukraine видає акції та доставляє їх місцевому брокерові для місцевих розрахунків; місцевий маркет-мейкер (брокер) переводить виручку від їх продажу нью-йоркському маркет-мейкеру.

Загальна вартість реалізації українським підприємством програми випуску ADR першого рівня (у разі, якщо депозитарним банком виступає Bank of New York) не перевищує 30000 дол. США. Вся ця сума йде на оплату послуг юридичних консультантів по підготовці пакета документів для подання в Комісію з цінних паперів США. Послуги банку для емітентів безкоштовні, за винятком випадків, коли банк за домовленістю бере на себе функції юридичного консультанта, що є більш зручним для емітента. Комісійні ж в розмірі від 2 до 5 центів за одну депозитарну розписку Bank of New York бере тільки з брокерів, а фактично їх сплачує інвестор.

Сьогодні діють 13 програм депозитарних розписок українських емітентів: з них п'ять програм ADR першого рівня та вісім програм GDR.

Загальна характеристика програм DR на акції українських емітентів

Компанія	Класифікація програм депозитарних розписок	Місце котирування США	Співвідношення: DR: акцій	Валюта, в якій доміновані DR	Депозитарний банк	Дата випуску DR
"АЗОТ"	GDR	NONE*	1:30	S	BNY ***	Липень 1998 р.
"Азовсталь"	ADR-1	OTC**	1:10	S	BNY	Квітень 1999 р.
"Центренерго"	GDR	NONE	1:10	S	BNY	Травень 1998 р.
"Дніпроенерго"	ADR-1	OTC	4:1	S	BNY	Квітень 1999 р.
Металургійний комбінат ім. Ілліча	GDR	NONE	1:100	S	BNY	Липень 1998 р.
Нижньодніпровський трубопрокатний завод	ADR-1	OTC	1:6	S	BNY	Квітень 1999 р.
Полтавський ГОК	GDR	NONE	1:50	S	BNY	Вересень 1998 р.
"Стирол"	ADR-1	OTC	1:5	S	BNY	Квітень 1999 р.
Сумське НПО ім. Фрунзе	GDR	NONE	1:20	S	BNY	Липень 1998 р.
"Укрнафта"	ADR-1	OTC	1:6	S	BNY	Квітень 1999 р.
"Запоріжсталь"	GDR	NONE	1:50	S	BNY	Вересень 1998 р.
"Запоріжтрансформатор"	GDR	NONE	1:100	S	BNY	Липень 1998 р.
Жидачівський целюлозно-паперовий комбінат	GDR	NONE	1:400	S	BNY	Вересень 1998 р.

*NONE – протягом 40 днів після емісії обертаються серед неамериканських публічних інвесторів, а потім на OTC;

**OTC – (Over the counter market) позабіржовий ринок;

***BNY – Bank of New York.

Депозитарні розписки на акції п'яти українських емітентів, що здійснили програму ADR першого рівня, обертаються на позабіржовому ринку США і продаються через "Бюлетень Борд" та щоденний довідник "Рожеві сторінки". Але більшість українських компаній (вісім) здійснили реалізацію програми випуску так званих "глобальних" депозитарних розписок. Ця програма була реалізована за правилом "Red S", тобто протягом 40 днів після випуску ці розписки могли обертатися тільки на неамериканському фондовому ринку. Але після закінчення цього терміну, який зветься "період мовчання", ці розписки стали доступні американським публічним інвесторам, як і розписки першого рівня. Таким чином, депозитарні розписки українських емітентів, випущені в глобаль-

ній формі, зараз обертаються на біржах Європи, а також на позабіржовому ринку США.

Отже, співвідношення по кількості акцій, яким відповідає одна депозитарна розписка, різне і варіюється від чотирьох розписок на одну акцію до 400 акцій на одну депозитарну розписку. Це співвідношення встановлювалось депозитарним банком в залежності від номіналу української акції та її поточної ціни на ринку таким чином, щоб вартість депозитарних розписок знаходилась в сприятливих і зручних для інвесторів межах.

Той факт, що депозитарним банком для всіх українських компаній виступає Bank of New York, підтверджує його монопольне становище на даному ринку фінансових послуг, особливо у Східній Європі.

Виконуючи інформаційну функцію широкого кола учасників ринку цінних паперів про реалізацію програми випуску депозитарних розписок, Bank of New York поширює через друковані засоби масової інформації, а також через мережу Інтернет так звані "ADR-проспекти" (ADR Announcement). Зокрема, на сайті Bank of New York є ADR-проспекти про випуск депозитарних розписок українськими компаніями, які здійснили програми ADR першого рівня, а саме: "Дніпроенерго", "Азов-сталь", "Нижньодніпровський трубопрокатний завод", "Стирол" та "Укрнафта". Ці проспекти є доступними для перегляду будь-якому відвідувачу сайту банку і фактично є коротким оглядом діяльності компаній. Вони включають дві основні частини:

- загальний перегляд діяльності емітента: вид діяльності, структура компанії, положення на ринку, стратегічні плани тощо;
- фінансові результати діяльності: динаміка обсягів виробленої продукції за кілька останніх років, динаміка суми активів, виручки від реалізації, операційних збитків, чистого прибутку/збитків тощо.

Таким чином, потенційний інвестор в США або іншій країні світу може, відвідавши цей сайт, отримати уявлення про ту чи іншу українську компанію, на акції якої випущені ADR. Такі ж ADR-проспекти Bank of New York розмістив про всіх емітентів, які користуються його послугами як депозитарного банку. Так, на сайті є огляди діяльності російських (41 компаній), польських (11 компаній), угорських (7 компаній), чеських (3 компанії), казахських (2 компанії) та по 1 компанії з Латвії, Литви, Румунії, Словаччини, Словенії. Із всього цього переліку емітентів іноземний інвестор може прямо в онлайн-режимі придбати розписки 4 підприємств – польської Netia, та російських – Росттелекому, Татнафти та телекомунікаційної корпорації Вимпел.

Окрім Bank of New York, банки City Bank та JP Morgan надають депозитарні послуги на міжнародному ринку, а також розміщують інформацію про ринок DR в мережі Інтернет. Але вид, кількість та можливість доступу до такої інформації різні.

Враховуючи те, що перший досвід українських емітентів з випуску депозитарних розписок виявився доволі вдалим, а також беручи до уваги необхідність поповнення державного бюджету, зокрема, за рахунок акцій підприємств, що знаходяться у власності держави, Фонд державного майна України (ФДМУ) та Кабінет Міністрів України (КМУ) здійснили ряд заходів. Так, з метою збільшення надходження коштів від приватизації до державного бюджету КМУ своєю Постановою від 21.07.99 р. № 1320 затвердив "Порядок продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках".

Механізм даного способу приватизації наступний. Спочатку ФДМУ визначає перелік відкритих акціонерних товариств та розмір державних пакетів акцій, які підлягають продажу у вигляді депозитарних розписок

на міжнародних фондових ринках, і погоджує цей перелік з КМУ. При цьому розмір пакета акцій, який підлягатиме продажу, таким чином, не повинен перевищувати 10 відсотків статутного фонду товариства.

Після затвердження переліку підприємств, ФДМУ на конкурсних засадах визначає уповноважену особу (радника), що займатиметься організацією підготовки та проведення продажу акцій. Радник шляхом експертної оцінки здійснює розрахунок початкової ціни на акції товариства у вигляді депозитарних розписок, за якою вони будуть продаватись на міжнародних фондових ринках. Потім за пропозицією радника або емітента ФДМУ визначає іноземний депозитарний банк, що буде випускати депозитарні розписки. Уповноважений радник також проводить конкурс серед інвестиційних банків – андеррайтерів, для вибору агента з розміщення акцій. На конкурсних засадах визначається і зберігач акцій (кастодіан), яким може виступати український банк. Після цього радник, депозитарій та інвестиційний банк проводять підготовку випуску депозитарних розписок. У процесі підготовки беруть участь юридичні консультанти з боку українського ініціатора випуску розписок (радник), депозитарного та інвестиційного банків.

Після завершення підготовчого етапу пакет акцій передається українському банку-кастодіану (зберігачу), де акції перебувають на обліку або знерухомлюються (якщо акції товариства були випущені в документарній формі). Про це повідомляються банк-депозитарій та інвестиційний банк. Банк-депозитарій випускає депозитарні розписки і передає інвестиційному банку – андеррайтеру для їх наступного продажу.

Всі витрати на підготовку розміщення акцій товариств у вигляді депозитарних розписок здійснюватимуться за рахунок коштів позабюджетного Державного фонду приватизації. Всі ж кошти, отримані від такого розміщення, надходять до державного бюджету України. Як вважають спеціалісти ФДМУ, вихід державних пакетів акцій на міжнародні фондові ринки дозволить встановити реальну ціну цих акцій, чого не може зробити вітчизняний фондовий ринок, а це дозволить державі значною мірою збільшити доходи від приватизації.

Але виникає питання з приводу того, яким чином міжнародний фондовий ринок зможе оцінити українські цінні папери? Отже більшість емітентів практично не сплачують дивідендів, а дохід вітчизняних інвесторів від операцій з акціями цих компаній формується за рахунок зміни курсової вартості. Ситуація для потенційних інвесторів ще більше погіршиться з девальвацією національної валюти України, яка вже довела свою нестабільність. Це пов'язано з тим, що депозитарні розписки номіновані в доларах і в будь-якому випадку їх ціна залежатиме від результатів діяльності емітента, але ж українські підприємства отримують виручку в гривнях, в доларовому еквіваленті її розмір може постійно знижуватись. Зовсім інша річ – підприємства, які є потужними експортерами сировини або готової продукції, їх діяльність менше залежить від коливання валютного курсу. Тому

депозитарні розписки на акції саме таких підприємств користуватимуться постійним попитом на Заході. У цьому плані найбільш перспективними є металургійні та великі підприємства-експортери сировини.

Утриматись на ринку депозитарних розписок українським компаніям, які не сплачують дивідендів, можливо, допоможе те, що АDR-ринок є постійно зростаючим. Це підтверджується постійним збільшенням ADR-індексу (є власністю Bank of New York), який за три останні роки виріс на 50 пунктів.

Ринок депозитарних розписок на акції європейських емітентів характеризувався ще більш стрімкими темпами зростання, ніж загальний ринок ADR, і ви-

передив його за цей же проміжок часу на 10 пунктів. Це повинно додати оптимізму українським емітентам які вже випустили або тільки збираються випустити депозитарні розписки на свої акції на міжнародних фондових ринках.

Таким чином, депозитарні розписки є інструментом використання якого вигідне як державі, так і окремих підприємствам. І хоча практика випуску таких розписок в Україні не налічує і двох років, проте певний позитивний досвід дає змогу сподіватись на зростання їх популярності, що надасть можливість вітчизняним компаніям увійти в процес міжнародної інтеграції фінансового ринку і скористатись її перевагами.

Список літератури

1. Румянцев С. Використання депозитарних розписок у ході приватизації // Цінні папери України. – 2000. – № 20. – С. 1
2. Шафран В., Шафран Н. Перспективи розвитку ринку депозитарних розписок // Цінні папери України. – 2000. – № 6. – С. 10.

Summary

Depository rights can be used in American and global forms as a special instrument of global offer of shares to American and foreign investors. Depository rights can propose the advantages as to company, which issues them also to potential investor.

The effectiveness of using every financial instrument in Ukraine is in direct correlation to state policy and regulation in this sphere. Many analytics hope that money privatization which has been started in Ukraine since 2000 year can stimulate the development of depository market here and DR can be used as effective instrument of entry of Ukrainian corporate securities on world financial market.

