ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Кафедра финансовго менеджмента и финансов предприятий

РЕФЕРАТ

По теме

АМЕРИКАНСКИЕ ДЕПОЗИТНЫЕ РАСПИСКИ И ВОЗМОЖНОСТИ ИХ ВЫПУСКА РОССИЙСКИМИ ЭМИТЕНТАМИ.

Студента группы ФМ4-1

############.

Начный руковолитель

Проф Подшиваленко Г.П.

Москва 1998СОДЕРЖАНИЕ

Введение ……………………………………………………………………. 3

1. Понятие “американской дипозитарной расписки” …………………….. 4

2. Преимущества депозитарных расписок ………………………………… 6

3. Механизм выпуска АДР ………………………………………………… 9

4.Типы проектов выпуска ДР ………………………………………………. 10

4.1. Неспонсируемые проекты АДР ………………………………………… 11

4.2. Спонсируемые проекты ДР …………………………………………… 12

5.Опыт применения АДР российскими эмитентами ……………………… 14

Заключение ………………………………………………………………….... 18

Литература ………………………………………………………………….. 20

**ВВЕДЕНИЕ.**

Любая иностранная компания, желающая продать свои ценные бумаги в Соединенных Штатах Америки, должна выбрать способ осуществления такого плана. Право США позволяет иностранному эмитенту: (1) выпустить свои ценные бумаги в Соединенных Штатах в форме «американских акций» («American shares») или (2) участвовать в проекте американских депозитарных расписок. 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 рынок Соединенных Штатов. 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. Первый способ часто используется голландскими компаниями, многие из которых предпочитают его выпуску депозитарных расписок.

Проекты выпуска депозитарных расписок отличают меньшие, по сравнению с первым вариантом, (а в некоторых случаях минимальные) требования к отчетности и регистрации, а также относительно невысо­кая цена их проведения. При этом в зависимости от типа проекта, воз­можна торговля ценными бумагами в форме депозитарных расписок не только на внебиржевом, но и на биржевом рынке США. 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 для реструктуризации долговых обязательств го­сударств

Ряд российских компаний уже успешно провел выпуск АДР в США. Часть проектов еще не завершена. Многие эмитенты планируют проведение их в будущем. Главной проблемой потенциальных участников проектов ДР является отсутствие в отечественной юридической и экономической литературе информации о депозитарных расписках и о продаже российских ценных бумаг посредством их выпуска

Цель данной работы — определить само понятие американской депозитарной расписки, процедуры выпуска в обращение, регистрации и учета АДР. В работе также особое внимание уделяется проблемам российского законодательства, вызывающих проблемы при выпуске ДР, представляющих ценные бумаги российских компаний, а также приводится анализ текущей практики выпуска АДР российскими эмитентами.

**1. ПОНЯТИЕ АМЕРИКАНСКОЙ ДИПОЗИТАРНОЙ РАСПИСКИ.**

Под **депозитарной распиской** право США понимает *«выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право соб­ственности на определенное количество депозитарных акций (американских депозитарных акций или глобальных депозитарных акций), которые, в свою очередь, представляют право собственности на опреде­ленное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента».* Так, одна американская депозитарная расписка может подтверждать права на пятьдесят американских депозитарных акций, которые, в свою очередь, представляют право собственности на пятьсот акций ино­странного частного эмитента. В данном примере на одну депозитарную акцию приходится десять иностранных акций.

На практике для обозначения американской депозитарной рас­писки и американской депозитарной акции используется термин *«американская депозитарная расписка»* (далее по тексту «ДР» или «АДР»). В данной работе термин *«американские депозитарные рас­писки»,* в зависимости от того, идет ли речь о депозитарных расписках или о депозитарных акциях, подтверждаемых таким «сертификатом», будет обозначать либо первые, либо вторые. Термином «депозитарная расписка» обозначают как *«американские депозитарные расписки»* («american depositary receipt»), так и *«глобальные депозитарные расписки»* («global depositary receipt»). Разница между ними состоит в том, что АДР продаются только на биржевом и внебиржевом рынках США, а гло­бальные ДР могут продаваться вне Соединенных Штатов. Примером глобальных депозитарных расписок являются британские «American Master Global Depositary Receipt» и «European Master Global Depositary Receipt».

Трактование депозитарной расписки в юридических документах США не было однозначным. Теория и практика права ценных бумаг США во многом отлична от таковой в странах континентальной системы. Американское право, также как и законодательство большинства стран Европы, относит к ценным бумагам акцию, облигацию, чек, вексель и другие аналогичные документы. Своеобразие заключается в том, что в Соединенных Шта­тах ценными бумагами также считаются права на природные ресурсы, инвестиционные контракты, опционы и т. д. То есть институты, кото­рые континентальное право к таковым не относит.

По определению, данному в Законах США «О ценных бумагах» и «Об обмене ценными бумагами»[[1]](#footnote-1), под *ценной бумагой* («security») признается, «если иное не следует из контекста закона»:

«...любая долговая расписка, акция, включая акции, купленные корпорацией, их эмитировавшей («treasury stock»), облигация, долговое обязательство, доказательство задолженности, сертификат, подтверж­дающий долю или участие в любом договоре, связанном с-разделом прибыли, обеспечительный сертификат о трасте, оборотный пай, инве­стиционный контракт, сертификат ценной бумаги в депозите, порцион­ный неразделенный интерес в нефти, газе или других правах на мине­ральные ресурсы, любой опцион на продажу ценных бумаг, сделка с предварительной премией, опцион или право на любую ценную бумагу («security»), сертификат о депозите либо группа или категория ценных бумаг (включая любой материальный интерес), либо любые опционы на продажу, любые сделки с предварительной премией, опционы, или пра­ва на национальной фондовой бирже, связанные с иностранной валю­той, либо, в целом, *любой интерес или инструмент, традиционно извест­ный, как ценная бумага,* а также любое документарное подтверждение доли или участия, временный или постоянный сертификат, чек или га­рантия прав на подписку или покупку любого из перечисленного».

Приведенное определение, также как и перечень видов ценных бу­маг, данный в статье 143 первой части Гражданского Кодекса Россий­ской Федерации, не дает замкнутого списка видов ценных бумаг. Воз­можность признания ценными бумагами *«любого интереса или инсти­тута, традиционно известного как ценные бумаги»,* рассматривается правом Соединенных Штатов как «разрешение Конгрессом США судам или Комиссии дополнять перечень».

Законы США, в отличие от российских, не содержат детальных определений ценной бумаги и ее видов. В решении по делуReves vs. Ernst *&* Yoopg федеральный Верховный Суд указал по этому поводу, что «Конгресс намеренно не создал все вмещающих определений, так как не желал предоставлять федеральную судебную защиту по каждому слу­чаю мошенничества и злоупотреблений на рынке ценных бумаг» (оставляя такое право за штатами). В решении Верховного Суда США по делуMarineBank**[[2]](#footnote-2)** сказано, что федеральная представительная власть «намеренно определила ценную бумагу (intentionally defined «security») в общих чертах», потому что «...хотела, чтобы это понятие могло вместить в себя практически любой вид инвестиций («investment»), который может быть продан, как имеющий имуществен­ную ценность». Обобщая судебную практику, можно сделать вывод о том, что суды США признают ценными бумагами «любой инструмент, который (а) продается пассивным инвесторам, не являющимся экспер­тами в конкретной сфере предпринимательской деятельности, и (б) рас­сматривается сторонами договора или общественностью как ценная бумага, или, (в) в случае с инвестиционными контрактами, обеспечи­вает возвращение инвестиций в зависимости от прибыли предприя­тия».

Раньше считалось, что американские депозитарные расписки и американские депозитарные акции являются ценными бумагами. С 1983 года Комиссия провела разграничение между ними. Она постано­вила, что депозитарная расписка, в отличие от представляемой ею депозитарной акции, не является ценной бумагой. По определению Комис­сии, «... *американская депозитарная расписка - это сертификат* («physical certificate»), подтверждающий право на американские депози­тарные акции (также как сертификат акции подтверждает права на ак­цию), в то время как *американская депозитарная акция - это ценная бумага,* представляющая право собственности («ownership interest») на де­понированные иностранные ценные бумаги (также как акция представ­ляет право на часть имущества корпорации)». Также *Комиссия признает ценными бумагами представленные американскими депозитарными ак­циями ценные бумаги иностранного эмитента.* Как результат, депози­тарные акции и ценные бумаги иностранного эмитента регистрируются Комиссией.

Американские депозитарные акции по своей природе напоминают российские *безналично выпускаемые ценные бумаги.* Под ними российское право понимает «форму выпуска ценных бумаг, при которой все ценные бумаги данного выпуска помещаются на хранение в депозитарий или у реестродержателя, а права по ценным бумагам отражаются в виде записи в учетном регистре депозитария или в регистрационном журнале peестродержателя».

**2. ПРЕИМУЩЕСТВА ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК.**

Программы ДР позволят эмитентам:

(1) *привлечь иностранный капитал* для решения стратегических за­дач, стоящих перед компаниями;

(2) в зависимости от конструкции проекта получить возможность продать свои ценные бумаги не только в США, но и на фондовых рын­ках других стран («global offering»), включая, если тип проекта это по­зволяет, допуск к листингу на фондовых биржах таких государств или котировку ценных бумаг на их внебиржевом рынке;

(3) в зависимости от типа проекта, получить возможность:

- листинга своих ценных бумаг на Нью-йоркской Фондовой Бир­же (the New York Stock Exchange (NYSE)), Американской Фондовой Бирже (American Stock Exchange (AMEX)) и на иных фондовых биржах США, в Автоматической Системе Котирования Национальной Ассо­циации Дилеров Ценных Бумаг (the National Association of Securities Dealers, Inc.'s Automated Quotation System (NASDAQ));

- включить свои ценные бумаги в Дисплейную службу Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (Over-the-Counter (OTC) и Bulletin Board Display Service of the National Association of Securities Dealers, Inc.) или в «розовые страницы» (the «pink sheets») Националь­ного Бюро Котирования Коммерческого Клирингового Дома (Commerce Clearing House's National Quotation Bureau, Inc.);

(4) если эмитент планирует продавать свою продукцию на рынке США или на ином рынке, где осуществляется продажа его ДР, - увели­чить интерес к товарам компании за рубежом;

(5) поднять цену своих ценных бумаг на российском фондовом рынке[[3]](#footnote-3).

**Увеличение цены ценных бумаг на внутреннем рынке с выпуском ДР**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| №№ | компания | дата выпуска ДР | процент акций размещенных в ДР | увеличение цены на внут­реннем рынке (с 1 января по 16 августа 1996 *г)\** |
| 1 | АО «Мосэнерго» | 9/95 | 23% | 246% |
| 2 | АО «ЛУКойл» | 12/95 | 18% | 109% |
| 3 | АО «Северскии трубный завод» | 2/96 | 14% | 132% |
| 4 | АО «Черногорнефть» | 3/96 | 15% | 37% |
| 5 | АО «Татнефть» | 6/96 | 0,1% . | 150% |
| 6 | АО «Торговый дом «ГУМ» | 6/96 | 8% | 153% |

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 ДР 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.

**Возможность получения дивидендов и управления предприятием.** По иностранным ценным бумагам в форме депозитарных расписок амери­канский инвестор получает дивиденды (или проценты) через депозита­рия 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 ДР, депозитарий направляет их в страну эмитента.

Как правило, в случае приобретения иностранной ценной бумаги, не участвующей в проекте ДР, для получения дивидендов по ней амери­канский инвестор должен сам узнать дату выплаты и направить в упол­номоченный иностранным эмитентом орган сертификаты ценных бумаг для получения дивидендов. Использование права управления компани­ей путем голосования на собраниях акционеров часто также затруднено для инвестора. Он сталкивается со следующими трудностями:

- объявление о выплате дивидендов печатается в прессе страны эмитента на языке страны эмитента, поэтому ин­вестор может не получить такой информации во время;

- дивиденды выплачиваются в валюте страны эмитента, которую американский инвестор впоследствии, как пра­вило, обменивает на доллары США, что сопряжено с определенными потерями;

- требование представить документы, подтверждающие права на ценные бумаги при выплате дивидендов в стране эмитента, также сопряжено с неудобствами и дополни­тельными расходами.

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.

В соот­ветствии с законодательством США, депозитарий регулярно получает информацию об эмитенте. Часть такой информации он посылает соб­ственникам ДР, а часть представляет им для ознакомления в своем офи­се. Как результат, собственники ДР достаточно осведомлены о деятель­ности эмитента и не действуют «вслепую», продавая и покупая ДР. Среди иных преимуществ депозитарных расписок выделяют:

1. отсутствие у инвестора обязанности платить иностранному фи­нансовому институту за услуги по их хранению,
2. повышение ликвид­ности ценных бумаг, представленных депозитарными расписками,
3. снижение налогообложения. Депозитарий помогает инвесторам подго­товить и послать в налоговые органы страны эмитента необходимую документацию для снижения налогообложения дивидендов по двусто­ронним договорам США об избежании двойного налогообложения.

**3. МЕХАНИЗМ ВЫПУСКА АДР**

ДР выпускаются американским коммерческим банком-депозитарием («Depository») под ценные бумаги иностранного (для Со­единенных Штатов) эмитента. Последние обычно депонируются в бан­ке-корреспонденте депозитария («хранителе» или «custodian»), который расположен в стране эмитента. Банк-депозитарий действует в соот­ветствии с *депозитным договором (соглашением),* сторонами которого, как правило, являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками- выгодоприобретателями депозитарных расписок. Хранитель осу­ществляет свои функции на основании договора с депозитарием («Custodian Operating Letter For American Depositary Receipts»). Владе­лец ДР может в любое время обменять их на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента. Также, новая порция ценных бумаг иностранного эмитента может быть депонирована для выпуска допол­нительных депозитарных расписок.

Если тип проекта не ограничивает обращение ДР, переход права собственности на них по сделке осуществляется в книгах депозитария («books of depository») в порядке, аналогичном для сделок с американ­скими ценными бумагами. Депозитарные расписки удобны для инвес­торов не только за счет легкости совершения сделок с ними. Они также обеспечивают получение в срок дивидендов и иных платежей в долла­рах США. Собственники ДР информированы об эмитенте и о его фи­нансовом положении и могут голосовать ценными бумагами ино­странной компании, не покидая Соединенных Штатов. Также владение ДР обеспечивает для инвестора снижение налогового бремени.

Несмотря на то, что Комиссия разрешает депозитарию в проектах ДР быть трастовой компанией («trust company»), на сегодняшний день практически все проекты ДР осуществляются банками. По данным Томаса Сэнфорда, шесть из них практически монопольно проводят та­кие программы. Это - Зе Бэнк оф Нью-Йорк (The Bank of New York), Ситибэнк (Citibank), Джи. Пи. Морган (J. P. Morgan) (на их долю в 1995 году приходилось 95% проектов ДР), Бэнкерс Траст (Bankers Trust), Чейз Манхэттэн (Chase Manhattan) и Мэрии Мидпэнд Бэнк (Marine Midland Bank). Последний сменил в этом бизнесе Морган Стэнли (Morgan Stanley). Крупнейшими депозитариями являются Зе Бэнк оф Нью-Йорк и Ситибэнк. С 1 января 1994 года по 31 декабря 1994 года в первом было проведено 56,2% (105) новых спонсируемых проектов, 29,4% (55) приходилось на Ситибэнк.

При выборе банка депозитария для проведения проекта ДР долж­ны быть оценены его:

- операционные возможности (наличие и уровень средств по обеспечению трансфертов акций (ведению реестра соб­ственников ДР), своевременность проведения эмиссии/ по­гашения депозитарных расписок);

- административные возможности (общий опыт работы, опыт реализации/ обслуживания программы, отчетность, учет интересов клиентов);

- качество оказываемых услуг (предлагаемые и дополни­тельные услуги).

Помимо перечисленного, также важен учет возможностей кон­фликта интересов, например, в случае, когда брокеры, дилеры или ан­деррайтеры, участвующие в проекте, являются аффиллированными ли­цами депозитария. Право США запрещает депозитарию в проектах быть одновременно андеррайтером и самому, без подключения брокеров или дилеров, торговать ДР.

В программах ДР депозитарий одновременно **(1)** выполняет депозитарные функции, **(2)** является держателем реестра и трансфертным агентом, а также **(3)** администратором-распорядителем проекта.

Его *депозитарные функции* включают выпуск депозитарных расписок против поставки обеспечивающих ценных бумаг эмитента, возвращение разблокированных обеспечивающих ценных бумаг на российский рынок после погашения расписок и содействие упорядоченной работе рынка при помощи механизма предразблокировки.

Российские право не трактует функции депозитария также широко как американское. Оно ограничивает их «депозитарной деятельностью», под которой понимается «оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги». Взаимоотношения депозитария и клиента (депонента) по российскому праву строятся в соответствии с депозитным договоре» *(договором счета депо).* Такой счет ведется депозитариев (домицилиатом счета депо). При помощи этого счета депозитарий;

- вознаграждение по договору с депонентом:

- регистрирует сделки с ценными бумагами;

- осуществляет клиринг ценных бумаг;

- передает сертификаты ценных бумаг по поручению депонентов третьим лицам;

- получает доходы клиентов по ценным бумагам и переводит их на счета депо каждого из них. *В проектах АДР по праву США заключаются как договор об открытии счета (аналог российского договора о счете депо), так и депозитное соглашение.*

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

Будучи *администратором-распорядителем проекта,* депозитарий:

помогает в разработке структуры программы, способствует реализации прав акционеров, участвует в обеспечении соблюдения нормативных требований к проекту, а также отчитывается за ход реализации про­граммы.

**4.ТИПЫ ПРОЕКТОВ ВЫПУСКА ДР**

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

- по возможностям торговли на биржевом и внебирже­вом рынках США;

- по правам и обязанностям эмитента, депозитария и инвесторов, купивших такие расписки»; а также

- по требованиям к их регистрации.

**4.1. Неспонсируемые проекты АДР**

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 иностранного эми­тента в форме АДР. 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.

«В целях защиты рынка» Комиссия постановила, что «если су­ществует спонсируемый проект ДР, то ни один депозитарий не может продублировать его с теми же ценными бумагами иностранного частного эмитента». Это допускается Комиссией в отношении неспонсируемых .проектов АДР. Другие депозитарии «могут выпускать неспонсируемые АДР, не спрашивая согласия эмитента и первого депозитария. Таким дублирующим депозитарным распискам присваивается номер, идентичный впервые выпущенной АДР. Они считаются взаимозаменяемыми и продаются вне зависимости от принадлежности к конкретном) депозитарию».

Когда спонсируемый проект следует за неспонсируемым, депозита­рий последнего должен такой проект завершить. Это делается путец бесплатного обмена неспонсируемых АДР на спонсируемые. Обмен сопровожается переходом депонированных ценных бумаг иностранного эмитента из одного проекта в другой. Также происходит перевод данных о владельцах ДР в соответствующих реестрах и книгах.

Одной из главных черт неспонсируемых проектов является воз­можность участия в них нескольких депозитариев.

Даже в случае когда неспонсируемый проект проводится по договоренности с эмитен­том, последний не является стороной соглашения депозитария и инвесторов[[4]](#footnote-4), текст которого приводится на каждой неспонсируемой депозитарной расписке. Как правило, в таком договоре не закреплены обязанности депозитария:

- предоставлять инвесторам материалы о голосовании ценными бумагами иностранного эмитента;

- посылать результаты их голосования иностранной ком-пании; а также

- распространять среди них информацию об эмитенте. Обычно держатели неспонсируемых АДР платят все расходы по про ведению проекта, включая оплату конвертации дивидендов. В случае со спонсируемыми проектами, иностранный эмитент, как правило, платит депозитарию за его услуги, включая оплату «карманных расходов) (так называемых «out-of-pocket expenses») (например, плату за почто вые расходы депозитария и т. п.). Ставки за такие услуги оговаривают­ся в «листе о *ценах»* («fee letter»), подписываемом сторонами.

Перед началом неспонсируемого проекта выпуска АДР американский депозита­рий обращается к иностранному эмитенту за получением «письма об отсутствии возражений» («non-objection letter») на его проведение. В случае отказа эмитента подписать такое письмо, депозитарий, как пра­вило, не осуществляет неспонсируемый проект. Были прецеденты, когда депозитарии все же продолжали проведение неспонсируемых проектов. Комиссия в таких случаях отказывалась от их регистрации.

Регистрация американских депозитарных акций по Закону 1933 го­да осуществляется по Форме Ф-6 (Form F-6). Ценные бумаги ино­странного эмитента освобождаются от регистрации по Разделу 12(g) Закона 1934 года с использованием Правила 12g3-2(b).

Сделки с неспонсируемыми расписками на вторичном рынке осу­ществляются через Дисплейную службу Национальной Ассоциации Ди­леров Ценных Бумаг и путем включения АДР в «розовые страницы». Неспонсируемые АДР не могут быть использованы для международно­го размещения ценных бумаг иностранного эмитента в форме депозитарных расписок

**4.2. Спонсируемые проекты ДР**

Существует пять типов проектов спонсируемых де­позитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения коли­чества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг *(проекты Первого и Второго Уровня)* («Level I & Level II DRs»). Три других используются для увеличения капитала компании. В каждом из последних иностранный эмитент выпускает новые ценные бумаги *(проекты Третьего Уровня)* («Level III Drs»). Исключение составляют проекты по Правилу 144 А

Спонсируемые программы каждого уровня отличаются друг от друга по степени: вовлечения в них эмитента и раскрытия им информации о себе. В приводимой таблице 1 приложения 1 в обобщенном виде показан порядок регистрации спонсируемых ДР и отчетности эмитента по Законам 1933 и 1934 годов.

Спонсируемые проекты ДР Первого Уровня. Данный тип проекте на сегодняшний день является самым популярным среди эмитентов. Это объясняется, во-первых, «его дешевизной в сравнении c другими», и во-вторых, «наименьшими требованиями по раскрытию информации эмитентом»

По этим же причинам спонсируемые проекты ДР Первого Уровня в конце 80-х в 90-х годах стали самыми распространенными в мире. Многие эмитенты начинают с этих программ, прежде чем перейти на более сложный уровень.

Первым шагом компании на пути проведения проекта ДР первого уровня является регистрация проекта по Закону 1933 года по Форме Ф-6. Также в Комиссию передается письмо с приложениями, в котором эмитент просит освободить его от регистрации и отчетности по Закону 11934 года в соответствии с Правилом 12g3-2(b) (смотреть таблицу).

Депозитарий и эмитент подписывают депозитное соглашение, как вправило, после получения такого освобождения и регистрации проекта ДР по Закону 1933 года по Форме Ф-6. Как только эта Форма регистрируется Комиссией (и признается действительной («effective»)), депозитарий получает право выпустить депозитарные расписки под депозит ценных бумаг иностранного эмитента, купленных на вторичном рынке.

**Спонсируемые (листинговые) ДР Второго Уровня.** Депозитарные расписки этого типа включаются в листинг на одной или нескольких американских фондовых биржах или в систему NASDAQ98.

Для регистрации проекта по Закону 1933 года используется Фор­ма Ф-6. В отличие от ДР Первого Уровня, регистрация по Закону 1934 года происходит по Форме 20-Ф. Эта Форма требует предоставле­ние подробной финансовой информации об эмитенте. Часть таких данных должна соответствовать Американским общепринятым принципам финансовой отчетности.

**Спонсируемые ДР Третьего Уровня.** Иностранный эмитент в целях увеличения капитала компании может провести:

(A) частное размещение ДР по Правилу 144 А с предложением ценных бумаг квалифицированным институциональным покупателям («qualified institutional buyers» или «QIBs»). Чтобы был *«квалифицированным институциональным покупателем»,* юридическое лицо должно владеть (или «инвестировать с требуемой осмотритель­ностью») ценными бумагами на сумму в $100 миллионов.;

(Б) публичное размещение ДР;

(B) международное/ глобальное предложение ДР с частным или публич­ным предложением вновь выпущенных ценных бумаг в США.

Публично размещаемые депозитарные расписки могут быть в листинге на Нью-йоркской Фондовой Бирже (NYSE), Американской Фондовой Бирже (АМЕХ) и на иных биржах ценных бумаг США. Допусти моих обращение и в Автоматической Системе Котирования Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (NASDAQ). Сделки с такими депозитарными расписками также совершаются через Дисплейную службу Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (ОТС Bulletin Board) или «розовые страницы» (the «pink sheets») Националаного Бюро Котирования Коммерческого Клирингового Дома. Публично размещаемые ДР являются *«неограниченными ценными бумагами* («unrestricted securitities»), так как круг их собственников не очерчен конкретной группой инвесторов.

В отличие от публично размещаемых, обращение частно размещаемых ДР на вторичном рынке ограничивается системой ПOPTAЛ (PORTAL), где сделки с ними проводят квалифицированные институциональные покупатели. Частно размещаемые спонсируемые ДР Третьего Уровня являются ***«ограниченными ценными бумагами»*** («restricted securities»). Они не могут быть объектом свободной купли-продажи в Соединенных Штатах в течение трех лет после эмиссии. Право США запрещает делать открытые (публичные) предложения таких бумаг, по­давать заявки или проводить их рекламу. Исключение составляют частные размещения ценных бумаг не в форме ДР, которые предлагают­ся «аккредитованным инвесторам» («accredited investors»), не описы­ваемые в данной работе.

В программах ДР Третьего Уровня, также как и в других спонси­руемых проектах, депозитное соглашение заключается после их реги­страции Комиссией. Публичное предложение регистрируется Комиссией по Закону-1933 года с использованием подробных Форм Ф-1, Ф-2 или ф-3. Регистрация по Закону 1934 года проводится по Формам 20-Ф или 8-А с полным соответствием финансовой отчетности эмитента U.S. GAAP и Инструкции S - X. Отчетность эмитента по Закону 1934 года требует ежегодного файлирования в Комиссии Формы 20-Ф с приложением бухгалтерской отчетности, также периодически необхо­димо представление Комиссии Формы 6-К.

Частное предложение освобождено от регистрации по Закону 1933 года. Правило 12g3-2(b) используется эмитентом для освобожде­ния от регистрации и от предоставления информации и отчетности по Закону 1934 года. Финансовая отчетность в проектах частного разме­щения может не соответствовать требованиям U. S. GAAP. Как результат, благодаря сниженным требованиям к предоставлению инфор­мации, проекты ДР по Правилу 144А приобретают все большую популярность в России.

В 1995 году самым крупным привлечением капитала через частно-размещаемые АДР был выпуск депозитарных расписок на акции компании Кореа Мобил Телеком (Korea Mobile Telecom) на сумму $150.

**5.ОПЫТ ПРИМЕНЕНИЯ АДР РОССИЙСКИМИ ЭМИТЕНТАМИ.**

Иностранные инвестиции нужны российской экономике как воз­дух. Без них невозможно восстановить промышленность, наладить про­изводство, решить финансовые и социальные проблемы. Но ино­странные инвесторы не спешат вкладывать свои средства в российскую экономику.

В условиях, когда привлечение иностранного капитала затруднено, многие российские компании ищут способы выхода на международные фондовые рынки для продажи своих ценных бумаг. Так, в 1995 - начале 1996 годов российские эмитенты начали продажу своих ценных бумаг иностранным инвесторам путем выпуска депозитарных расписок за ру­бежом.

На начало 1996 года в проектах выпуска ДР, находящихся на раз­личных этапах развития, участвовало 15 российских компаний. Среди них 3 коммерческих банка - Инкомбанк, АвтоВАЗбанк, банк «Менатеп», и 12 приватизированных предприятий - АО «Мосэнерго», НК «ЛУКойл», РАО «ЕЭС России», АО «Черногорнефтъ», АО «Ростелеком», АО «Юганскнефтегаз», АО «Пурнефтегаз», АО «Торговый дом «ГУМ», АО «Северский трубный завод», АО «Татнефть»[[5]](#footnote-5), АО «Связьинвест» и РАО «Газпром».

В результате реализации проектов ДР «компания АО «Мосэнерго» (см таблицу 1 приложения 2) разместила ДР на сумму 22,5 миллиона долларов США среди квалифи­цированных институциональных покупателей. Всего было размещено 75 миллионов акций, составляющих 3% акционерного капитала компа­нии». «ЛУКойл», в свою очередь, «за счет средств, полученных от про­дажи облигаций смог целиком погасить свою задолженность перед бюджетом в размере 1 триллиона рублей, а оставшимися ресурсами по­полнить оборотные средства компании»[[6]](#footnote-6). В настоящее время ино­странные инвесторы уже получили в собственность обеспеченные обли­гациями акции АО «ЛУКойл», переданные из государственного пакета ценных бумаг. Обе компании, помимо привлечения крупных инвести­ций, также укрепили свои позиции на внутреннем фондовом рынке.

На отечественном рынке ценных бумаг интерес к депозитарным распискам проявляет и Министерство финансов РФ. Так, при участииинвестиционного банка Саломон Бразерс (Salomon Brothers) и Зе Бэнк оф Нью-Йорк (The Bank of New York) были выпущены глобальные де-позитарные расписки на валютные облигации Минфина. В будущем, наряду с выпуском еврооблигаций («eurobonds»), возможно использо­вание депозитарных расписок при реструктуризации внешнего долга России[[7]](#footnote-7).

Однако наряду со столь впечатляющими результатами имеются и серьезные проблемы, связанные с проектами ДР в России.

Одной из главных проблем является *российское законодатель­ство о регистраторах ценных бумаг.* По мнению инвесторов, недоста­точны предусмотренные отечественным законодательством гарантии от злоупотреблений при фиксации сведений о собственниках ценных бумаг регистраторами. Неудовлетворительное осуществление рядом реги­страторов своих функций вызывает беспокойство у Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам.

Для устранения угрозы 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 иди 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 права собственности на депонированные ценные бумаги в реестре в связи с любым депонированием или изъятием депонированных ценных бумаг.

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

а) исключает имя (наименование) акционера из реестра акций или иным образом изменяет объем его прав на ценные бумаги и этот держатель утверждает, что такое действие регистратора неправомерно,

б) те­ряет способность существенным образом соблюдать или предпринимает действия, указывающие на то, что не будет соблюдать относящиеся к нему положения депозитного соглашения,

в) отказывается перереги­стрировать акции компании на имя какого-либо покупателя и этот по­купатель (или соответствующий продавец) утверждает, что такой отказ является незаконным,

г) является держателем акций компании от свое­го имени или

д) допустил существенное нарушение относящихся к нему положений депозитного соглашения и в разумные сроки не устранил его.

По договору эмитент несет всю полноту ответственности за любые действия, совершенные (либо факты бездействия, допущенные) россий­ским регистратором ценных бумаг. В ряде случаев он отвечает за отсут­ствие возможности предоставить депонированные ценные бумаги и за нераспределение депозитарием в отношении их каких-либо денежных средств и имущества. Важной гарантией от ошибок в реестре является закрепление в депозитном договоре приоритета учетных документов депозитария и хранителя над имеющимися у регистратора.

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

**3)** Третья проблема - *противоречивость российского законодатель­ства в отношении ставки налога на продажу и приобретение ДР, а так­же на дивиденды и иные выплаты по ценным бумагам.* Налогообложение дивидендов в соответствии со ст. 10 Договора между Российской Феде­рацией и Соединенными Штатами Америки об избежании двойного налогообложения и предотвращения уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы и капитал от 17 июня 1992 года про­исходит в России по ставке 10%.

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

4) Большую сложность при проведении отдельных типов проектов ДР вызывает *несоответствие российской финансовой отчетности U. S. GAAP.*

5) *Отечественное законодательство о валютном регулировании и валютном контроле,* в целом, позволяет проведение проектов ДР. Одна­ко, его теперешнее состояние вызывает проблемы на практике. Спор­ным остается, например, вопрос о покупке депозитарных расписок рос­сийскими инвесторами. Покупая ДР и ценную бумагу ей представлен­ную, такой инвестор совершает «валютную операцию, связанную с движением капитала», и подпадает под действие Закона РФ от 9 октяб­ря 1992 года «О валютном регулировании и валютном контроле». В соответствии с п. 2 ст. 6 этого закона, порядок этих операций устана­вливает Центральный Банк России. Его несоблюдение ведет к ответ­ственности, вплоть до «взыскания в доход государства всего получен­ного по сделкам», нарушающим закон. Действующий порядок тре­бует получения разрешения (лицензии) ЦБ РФ на осуществление таких портфельных инвестиций. Вопрос о сделках с ДР в целом, и в отноше­нии процедуры покупки указанных ценных бумаг отечественными ин­весторами в частности, требует, по мнению автора, специальной регла­ментации Банком России. Лицензирование этих операций, либо выдача ЦБ РФ разрешения на каждую сделку с ДР, губительно скажется на судьбе проектов выпуска депозитарных расписок в России.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ.**

Любая иностранная компания, желающая продать свои ценные бумаги в Соединенных Штатах Америки имеет право участвовать в проекте американских депозитарных расписок. Выпуск американских депозитарных расписок - основной способ продажи российских ценных бумаг в США, государствах Западной Европы и Азии. Одновременно - это перспективная возможность привлечения иностранных инвестиций в экономику страны. Американские депозитарные расписки выпускаются банком-депозитарием в Соединенных Штатах. Каждая из них представляет право собственности на одну или несколько отечественных ценных бумаг, находящихся в российском банке-хранителе. Продавая депоэитарные 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 АО «ЛУКойл», «Мосэнерго», «Инкомбанк» и другие российские компании и коммерческие банки. В будущем, наряду с выпуском еврооблигаций, возможно использование депозитарных расписок при реструктуризации внешнего долга России. Министерство финансов РФ уже выпустило депозитарные расписки под свои валютные облигации.

Проекты выпуска депозитарных расписок отличают меньшие, по сравнению с выпуском акций, (а в некоторых случаях минимальные) требования к отчетности и регистрации, а также относительно невысо­кая цена их проведения. При этом в зависимости от типа проекта, воз­можна торговля ценными бумагами в форме депозитарных расписок не только на внебиржевом, но и на биржевом рынке США. 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 для реструктуризации долговых обязательств го­сударств

Российские компаний уже успешно опробовали выпуск АДР в США. Часть проектов еще не завершена. Главной проблемой потенциальных участников проектов ДР является отсутствие в отечественной юридической и экономической литературе информации о депозитарных расписках и о продаже российских ценных бумаг посредством их выпуска

Разразившийся в настоящее время финансовый кризис ударил не только по всей государственной системе, но и затронул предприятия, успешно осуществляющие внешние заимствования в том числе и на рынке американских депозитарных расписок. Падение рубля, нестабильное положение в экономике снизили доверие иностранных инвесторов к российским рынкам, а также к российским ценным бумагам на мировом рынке. Все это является барьером, ограничивающим выпуск американских депозитарных расписок на международном рынке. Практика показала, что российские американские депозитарные расписки являются одним из высокодоходных инструментов на рынке ценных бумаг США, поэтому вполне обоснованно можно заявить, что после преодоления кризиса многие российские предприятия воспользуются этой схемой привлечения средств зарубежных инвесторов.

## ЛИТЕРАТУРА.

Ратников К.Ю. Американские депозитарные расписки как способ выхода российских компаний на международный фондовый рынок. – М.: Стаут 1996.

1. Раздел 2(1) Закона 1933 г. и Раздел 3 (а) (10) Закона 1934 г. Решением Верховного Суда США по делу **Reves vs. Ernst & Young** (494 U. S. 56, 61 n. 1 (1990)) оба определения признаны идентичными друг другу. Содержащееся в Законах «Об инвестиционных компаниях» и «Об инвестиционных консультантах» определение ценных бумаг практически совпадает с дан­ным в Законе США «О ценных бумагах», перевод которого приводится в данной работе. [↑](#footnote-ref-1)
2. **Marine Bank** (455, U. S. AT 559). Оговорка «если иное не следует из контекста закона» *также* широко трактовалась в судебной практике по конкретным видам ценных бумаг. [↑](#footnote-ref-2)
3. В качестве дополнительного плюса проектов ДР, Джозеф Велли отмечает тенденцию к возрастанию спроса на ценные бумаги эмитента, выпустившего депозитарные расписки, у иностранных и «местных инвесторов» (local investors) на фондовом рынке страны эмитента. На практике это часто значительно увеличивает цену таких бумаг (Joseph Velli, **American Depositary Receipts: An Overview,** Fordham International Law Journal, No 17, 1994, с. 42) [↑](#footnote-ref-3)
4. Обязательство эмитента провести спонсируемый проект может быть закреплено в различ ных документах, аналогичных *предварительному договору* в российском праве (статья 421 ГК РФ (части первой)), включая «договор о предоставлении услуг» («service contract») Смотреть статью Thomas D. Sanford **«Depositary Receipts»,** The Bank of New York publication, c. 3. [↑](#footnote-ref-4)
5. Перечень компании, проводящих проекты ДР, опубликован в статье Галины Печилиной «Татарские нефтяники занялись экспортом своих акций», «Коммерсант-DAILY», 21 де-1 кабря 1995 г., с. 1, 9.0 проекте выпуска АДР Инкомбанком смотреть статью Ирины Ясиной «Инкомбанк разворачивает программу выпуска американских депозитарных расписок», «Финансовые известия», 18 июня 1996 г. [↑](#footnote-ref-5)
6. Данные, цитируемые в этом абзаце, взяты из Материалов конференции по вопросам де­позитарных расписок,с.50-51. [↑](#footnote-ref-6)
7. Игорь Тросников, Надежда Попова «Salomon & Минфин Brothers», «Коммерсант-WEEKLY», 9 апреля 1996 г., с. 46 - 48. [↑](#footnote-ref-7)