УДК 336.76

Капленко О. І.

РОЗВИТОК РИНКУ ДЕПОЗИТАРНИХ РОЗПИСОК

Досліджено проблеми і перспективи розвитку вітчизняного ринку депозитарних розписок як альтернативи борговому фінансуванню у якості інструмента для залучення інвестицій корпоративного бізнесу. Наводяться класифікація депозитарних розписок та схеми їх випуску. Охарактеризовано широкий спектр цінних паперів: американські розписки – перебувають у вільному обігу на фондовому ринку; глобальні – випущені в обіг як на європейських, так і на американських ринках; європейські – різновид глобальних депозитарних розписок. За ініціаторами випуску депозитарні розписки поділяють на спонсоровані і неспонсоровані. До останніх належать такі, ініціатором випуску яких був акціонер, група акціонерів або майбутній інвестор. Зауважено, що головними перевагами для українських емітентів при випуску депозитарних розписок є: комерційні (розширення ринку пропозиції своїх цінних паперів; поліпшення іміджу емітента); фінансові (вихід на міжнародний ринок капіталів; стабілізація або підвищення котирувань акцій емітента); стратегічні (розширення кола потенційних інвесторів; отримання дієвого механізму й вигідного інструменту для злиттів і поглинань). Обґрунтовано ефективність використання наведеної схеми залучення коштів іноземних інвесторів.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, депозитарні розписки.

Рис. 2, Табл. 2, Літ. 18.

Капленко О. І.

РАЗВИТИЕ РЫНКА ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК

Исследованы проблемы и перспективы развития отечественного рынка депозитных расписок как альтернативы долговому финансированию в качестве инструмента для привлечения инвестиций корпоративного бизнеса. Приведены классификация депозитарных расписок и схемы их выпуска. Охарактеризован широкий спектр ценных бумаг: американские расписки – находятся в свободном обороте на фондовом рынке; глобальные – выпущенные в оборот как на европейских, так и на американских рынках; европейские – разновидность глобальных депозитарных расписок. По инициаторам выпуска депозитарные расписки разделяют на спонсируемые и неспонсируемые. К последним относятся те, инициатором выпуска которых был акционер, группа акционеров или будущий инвестор. Отмечено, что главными преимуществами для украинских эмитентов при выпуске депозитарных расписок являются: коммерческие (расширение рынка предложения своих ценных бумаг, улучшение имиджа эмитента); финансовые (выход на международный рынок капиталов; стабилизация или повышение котировок акций эмитента); стратегические (расширение круга потенциальных инвесторов, получение действенного механизма и выгодного инструмента для слияний и поглощений). Обоснована эффективность использования приведенной схемы привлечения средств иностранных инвесторов.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, депозитарные расписки.

© Капленко О. І., 2015

Oksana Kaplenko

DEVELOPMENT OF THE DEPOSITARY RECEIPT MARKET

The problems and prospects of development of the domestic depositary receipts market are investigated as an alternative to debt financing tool to attract investment of corporate business. The classification of depositary receipts and issuance scheme are revealed. A wide range of securities is characterized, as: American Depositary Receipts, which are in a free float on the stock market; Global Receipts, that address both the European and the US securities markets; European Depositary Receipts, which are a kind of global depositary receipts. According to proponents of the issue, depositary receipts are divided into sponsored and unsponsored. Unsponsored receipts are those initiated by the shareholder / group of shareholders or prospective investor. The main advantages which are obtained by Ukrainian issuers in the issuance of depositary receipts are as follows: commercial (market expansion offer their securities to improve the image of the issuer); financial (access to the international capital market; stabilization or increase in share price of the issuer); and strategic (expansion of the range of potential investors, obtaining an effective mechanism and profitable tool for mergers and acquisitions). The efficiency of implementation of the mentioned scheme of attracting the foreign investors' funds is substantiated.

Keywords: stock market, securities, depositary receipts.

JEL classification: D53, E44, G11, G15.

Головною ознакою розвитку сучасного фондового ринку є глобалізація, яка насамперед передбачає інтеграцію національних фондових ринків у структурі світового ринку капіталів. Вплив глобалізаційних та євроінтеграційних процесів на фінансову систему України висвітлено в роботах вітчизняних науковців [1–14].

Дедалі більше компаній розглядають можливість виходу на зарубіжні фондові ринки з метою залучення іноземного капіталу шляхом розміщення власних цінних паперів. Однак цим процесам в Україні перешкоджають певні законодавчі бар'єри, зокрема вітчизняне законодавство обмежує вивезення цінних паперів з країни, а нормативні акти іноземних країн містять положення, що забороняють чи лімітують обіг цінних паперів, емітованих в інших країнах (наприклад, у США та Канаді). Тому необхідно використовувати прогресивні та інноваційні інструменти фондового ринку, які дали б змогу обійти ці перешкоди. Одним із таких інструментів є депозитарна розписка (ДР).

Дослідженню депозитарних розписок присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних вчених, таких як О. А. Астахова, О. Ю. Леось, Н. І. Кравцова, С. А. Малькова, Т. М. Мельник, А. В. Попова, О. Ю. Ромашко, С. А. Руденко та ін. Водночас ця сфера лишається актуальною для науковців.

Метою статті є дослідження проблем і перспектив розвитку вітчизняного ринку депозитарних розписок.

В Україні це поняття визначається як документ, який випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства. Виокремлюють такі види депозитарних розписок: американські депозитарні розписки (АДР) – перебувають у вільному

обігу на фондовому ринку; глобальні депозитарні розписки (ГДР) – випускаються в обіг як на європейських, так і на американських ринках цінних паперів; європейські депозитарні розписки (ЄДР) – різновид ГДР, номіновані в євро.

За ініціаторами випуску депозитарні розписки поділяють на спонсоровані і неспонсоровані. До останніх належать такі, ініціатором випуску яких був акціонер, група акціонерів або майбутній інвестор. До їх випуску в США пред'являють мінімальні вимоги, проте вони не допускаються на організований ринок і торгуються виключно на позабіржовому ринку (Over the counter, далі – OTC). Спонсоровані депозитарні розписки випускають лише з ініціативи емітента і залежно від рівня програми можуть обертатися як на OTC, так і на провідних світових біржах (табл. 1) [15].

Таблиця 1

Види депозитарних розписок

Рівень класифікації	Депозитарні розписки, емітовані на акції, що перебувають в обігу в країні емітента			Депозитарні розписки, випущені за рахунок нової емісії		
Рівні ДР	Неспонсоровані	Спонсоровані			Спонсоровані/неспонсоровані	
		ДР 1-го рівня	ДР 2-го рівня	ДР 3-го рівня	Інші форми ДР	
Майданчик обігу	OTC	OTC	NYSE, AMEX, NASDAQ	NYSE, AMEX NASDAQ	144 A Portal	Reg. S (ГДР), організатори торгів поза СІЛА
Форми документів для SEC	F-6	F-6	F-6	F-l, F-6	Не потрібно	
Форми постійної фінансової звітності для SEC	Положення 12g3-2(b)	Положення 12g3-2(b)	20-F	20-F, F-2 b, F-3	Не потрібно	
Час для запуску ДР в обіг	До 7 тижнів	5–9 тижнів	14 тижнів	15–17 тижнів	7–10 тижнів	7–10 тижнів
Необхідність надання звітності	Не потрібно	Не потрібно	Не потрібно	Необхідно	На вибір	Не потрібно

Джерело: NYSE Listing Standards [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://usequities.nyx.com/regulation/listed–companies–compliance/listings.–standards.

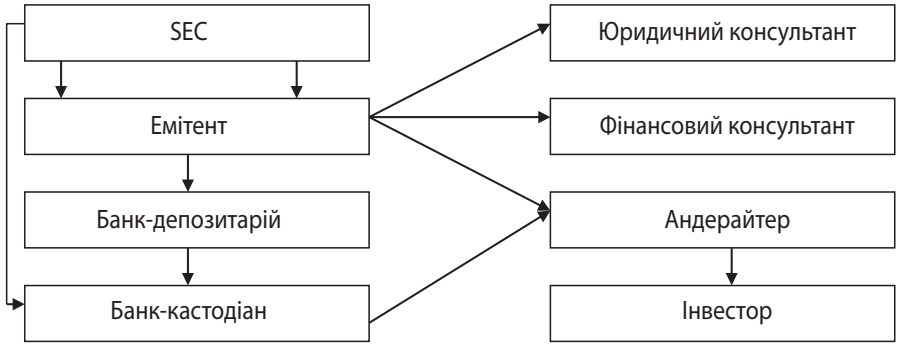

Рис. 1. **Схема випуску депозитарних розписок**

Джерело: *Петик М. І.* Залучення фінансових ресурсів на фінансових ринках шляхом випуску депозитарних розписок / М. І. Петик, Н. М. Левус // Нуковий вісник НЛТУ України. – 2013. – Вип. 23.10. – С. 258–264.

Схема випуску АДР та ГДР за участю фінансового та юридичного консультантів (рис. 1) найбільше наближена до вітчизняних реалій, коли чимало підприємств не можуть виконати доволі громіздку процедуру емісії. У цій схемі виключено відносини між зберігачем і депозитарієм через Центральний депозитарій (якщо такий функціонує), проте відокремлено Національну комісію з цінних паперів та бірж США (SEC) як учасника процесу реєстрації.

Організатор випуску насамперед обирає юридичного і фінансового консультантів. Якщо емітент реєструє АДР 1-го, 2-го або 3-го рівня, то він потребує юридичної консультації для забезпечення подачі реєстраційних документів до SEC. Потім здійснюється підготовка документів у SEC згідно з рівнем випущених розписок. Зазначимо, що у разі реєстрації емітентом розписок за правилом 144 А або за правилом "Regulation S", на другому етапі він має право не подавати регулярної фінансової звітності. Таке звільнення дістало назву правила 12g3-2(b) [15].

Якщо SEC задовольняє заявку емітента, то претендент на випуск депозитарних розписок додатково подає статут компанії, річні звіти, квартальні та поточні фінансові звіти, інформаційні матеріали або проспекти для акціонерів. Наступний етап передбачає проведення переговорів з банком –депозитарієм щодо підписання договору на обслуговування. Під час таких переговорів відбувається остаточна реєстрація в SEC. Комісія може відхилити заявку на реєстрацію через невідповідність документації або якщо вбачатиме в компанії-претенденті небезпеку для інвесторів у США.

Після реєстрації відбувається безпосереднє підписання договору з банком-депозитарієм, який разом з формою F-6 подається до SEC. Після розгляду Комісією договору і реєстраційної форми F-6 починається завершальний етап переговорів із банком-андерайтером чи агентом щодо розміщення, а також остаточне визначення розміру комісії за послуги андерайтингу. Тільки після підписання договору з андерайтером SEC видає остаточний дозвіл на випуск фінансових інструментів. Потім здійснюється передача ініціатором випуску пакета акцій до банку-кастодіану, який здійснює знерухом-

лення пакета акцій і повідомляє про це банк-депозитарій, після чого останній випускає розписки і передає їх інвестору [16].

Підсумкова вартість, терміни і затрачені зусилля компанії-емітента на випуск залежатимуть від видів депозитарних розписок.

Зауважимо, що законодавчо передбачено та обґрунтовано можливість випуску депозитарних розписок і вітчизняними емітентами. Для цього необхідно звернутися до Національного депозитарію України, який володіє винятковим правом укладати кореспондентські відносини з міжнародними депозитаріями та депозитаріями інших країн. З метою реалізації випуску депозитарних розписок Національний депозитарій України повинен встановити кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями для проведення клірингу та розрахунків за іноземними трансакціями. Однак наразі він має такі відносини лише з Центральним депозитарієм Австрії. Тому вітчизняному емітентові, що має намір використати емісію АДР, доцільніше звернутися за послугами до банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку АДР.

З національними підприємствами найбільшою мірою співпрацює The Bank of New York Mellon (BNYM), який має кореспондентські відносини з локальними банками – зберігачами цінних паперів (ІНГ Банк Україна, ПриватБанк, ПУМБ), а також Deutsche Bank, який свою першу програму депозитарних розписок для українського емітента здійснив у 2007 р., випустивши розписки для ПАТ "Мотор Січ". Після цього він продовжив діяльність із вітчизняними емітентами і станом на 1 січня 2013 р. провів уже вісім програм випуску (всі інші здійснив BNYM).

Найбільшим локальним зберігачем цінних паперів на українському ринку є нідерландський банк ІНГ Банк Україна, що має кореспондентські відносини з усіма глобальними зберігачами (The Bank of New York, The Chase Manhattan Bank, Bank of Bermuda, State Street). Цей банк надає повний спектр депозитарних послуг і обслуговує всі інструменти ринку цінних паперів, у тому числі американські та глобальні депозитарні розписки. Оскільки ІНГ Банк Україна – єдиний субзберігач The Bank of New York для всіх програм депозитарних розписок в Україні, саме він координує впровадження програм ДР. Зокрема, цей банк був консультантом Фонду державного майна України щодо розроблення механізмів приватизації за допомогою депозитарних розписок і має налагоджений механізм емісії депозитарних розписок (через Bank of New York) для вітчизняних емітентів цінних паперів.

Загалом за даними BNYM станом на початок 2013 р. зареєстровано 75 чинних депозитарних програм українських емітентів або їхніх дочірніх компаній за кордоном. За цим показником Україна входить до 15 країн світу (рис. 2) і посідає 14-те місце (загалом у світі зареєстровано 3694 випуски програм депозитарних розписок, із них 62 % – спонсоровані випуски).

У співвідношенні між спонсорованими та неспонсорованими випусками депозитарних розписок в Україні також простежується світова тенденція до витіснення останніх із ринку. Загальна їх кількість становить 17 (лише 23 % усіх випусків). Останній випуск неспонсорованих депозитарних розписок в Україні відбувся ще у 2004 р.

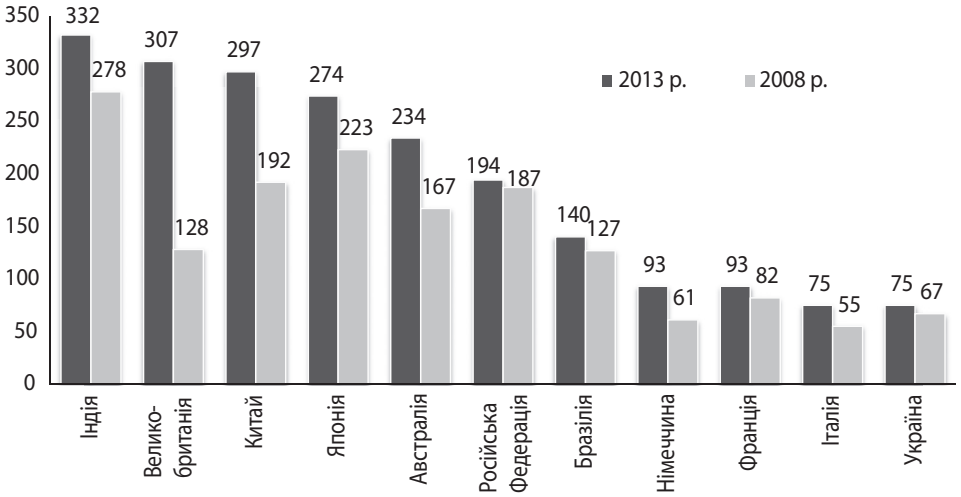

Рис. 2. **Кількість зареєстрованих програм депозитарних розписок в Україні та деяких країнах світу станом на 1 січня 2013 р.,** *од.*

Джерело: NYSE Listing Standards [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://usequities.nyx.com/regulation/listed–companies–compliance/listings–standards.

Із 75 випущених програм депозитарних розписок тільки 21 спрямовано на залучення нового капіталу. Загальний обсяг залученого капіталу із цих програм дорівнює 1,5 млрд грн. При цьому здійснюється випуск лише ГДР, депозитарних розписок за правилом 144 А та АДР 1-го рівня, що дає емітентам можливість уникати розкриття інформації перед SEC та іншими регуляторами. АДР 2-го і 3-го рівня для вітчизняних емітентів поки що не доступні через невідповідність фінансової звітності вимогам SEC.

Нині найпопулярнішими майданчиками для розміщення українськими емітентами депозитарних розписок є Франкфуртська фондова біржа (FSE) та Лондонська фондова біржа (LSE). На FSE можуть розміщуватися глобальні та американські депозитарні розписки. Досі вітчизняні емітенти змогли розмістити свої депозитарні розписки лише в сегменті біржі, який називається Open Market – ринок, що регулюється біржею (неофіційний ринок). На Open Market лістинг депозитарних розписок може проводитися в Entry Standard і Quotation Board (вторинний лістинг). Для включення в Quotation Board компанія повинна мати лістинг своїх депозитарних розписок принаймні на одній фондовій біржі світу з переліку, схваленого Deutsche Börse. Ринковий сегмент Entry Standard оптимально прийнятний для малих і середніх компаній, які мають намір залучити капітал і покращити конкурентні позиції [17].

Другою за популярністю є LSE, яка пропонує на вибір два майданчики, що відповідають різним потребам емітентів: Головний ринок (Main Market) та Альтернативний інвестиційний ринок (AIM). AIM вирізняється спрощеними вимогами, зокрема емітенти звільняються від регулятивних обмежень з боку UKLA – управління з лістингу, та обмеженим колом інвесторів, які допускаються до торгів (табл. 2) [18].

Таблиця 2

Умови допуску депозитарних розписок до лістингу

Вимоги	Біржа		
	LSE	FSE	NYSE
Кількість акцій у вільному обігу	25 %	20 %	2500 тис. шт.
Мінімальна капіталізація компаній / виручка за останні 12 міс.	700 / – тис. ф. ст.	750 / – тис. євро	а) 750 / 75 млн дол. б) 500 / 100 млн дол.
Наявність завіреної аудитором фінансової звітності	За 3 роки (або менше)	–	*
Мінімальний термін існування компанії	–	2 роки	*
Номінальна вартість акції	–	1 євро	–
Вартість акцій у вільному обігу	–	–	100 млн дол.
Мінімальна кількість акціонерів	–	–	5000 осіб
Дохід до оподаткування за останні три роки	–	–	100 млн дол.
Підтримка з боку лістинг-партнерів біржі	–	Мінімум один	–
Подання проспекту емісії	+	–	*

* Визначається SEC залежно від рівня депозитарної програми.

Джерело: FSA Handbook [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://fshandbook.info/FS/html/hand book/LR.

Вітчизняні емітенти використовують два способи виходу на іноземний ринок капіталу через механізм депозитарних розписок: безпосередній випуск депозитарних розписок під акції емітента – резидента України та створення материнської компанії в офшорній зоні або країні майбутньої емісії й випуск депозитарних розписок вже на акції цієї компанії.

Нині простежується тенденція до зростання випусків через офшорні компанії, зокрема з 21 емісії, спрямованої на залучення нового капіталу, лише одна компанія – TMM Real Estate, яка працює на українському ринку нерухомості, вийшла на іноземну фондову біржу і є компанією – резидентом України, тобто без створення компаній – посередників шляхом продажу депозитарних розписок іноземним інвесторам, не порушуючи законодавства стосовно емісії та обігу цінних паперів тощо.

Головними перевагами, що отримують українські емітенти при випуску депозитарних розписок, є:

1) комерційні – розширення ринку пропозиції своїх цінних паперів, поліпшення іміджу емітента;
2) фінансові – вихід на міжнародний ринок капіталів; стабілізація або підвищення котирувань акцій емітента;
3) стратегічні – розширення кола потенційних інвесторів; отримання дієвого механізму і вигідного інструменту для злиття і придбань.

Депозитарні розписки є гнучким і привабливим фінансовим інструментом, що має значні переваги у використанні для українських емітентів, які прагнуть

вийти на зарубіжні ринки капіталу. Механізм випуску депозитарних розписок вже освоєний вітчизняними компаніями і пов'язаний насамперед із послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку депозитарних розписок. Простежується негативна тенденція до зростання кількості випусків депозитарних розписок через створені компанії-посередники в іноземних юрисдикціях, що призводить до виведення значних грошових потоків, активів та інших ресурсів українських компаній з-під контролю державних органів.

Насамкінець зазначимо, що використання різних видів похідних фінансових інструментів є доволі зручним, порівняно дешевим і ефективним інструментом управління ризиками, які виникають через зміни процентних ставок, цін на товарних ринках, курсів валют тощо.

Сьогоднішня фінансово-економічна криза не лише негативно вплинула на державні фінанси, а й охопила всіх суб'єктів господарювання та фінансові інституції. Знецінення національної валюти, нестабільне становище в економіці знизили довіру іноземних інвесторів до вітчизняних ринків, а також до українських цінних паперів на світовому ринку. Все це обмежує випуск депозитарних розписок на міжнародному ринку, проте можна обґрунтовано стверджувати, що після подолання кризи використання такої схеми залучення коштів іноземних інвесторів буде доволі ефективним.

Список використаних джерел

1. *Білорус О. Г.* Політекономія світ-системи фінансово-економічного глобалізму: нові тенденції та закономірності розвитку глобального фінансового сектору / О. Г. Білорус // Фінанси України. – 2015. – № 5. – С. 7–15 ; № 6. – С. 7–14.
2. *Білорус О. Г.* Постіндустріальна корпоративна глобалізація та гіперфінансіалізація процесів економічного відтворення / О. Г. Білорус // Фінанси України. – 2015. – № 9. – С. 7–18.
3. *Богдан Т. П.* Глобальні й внутрішньоекономічні фактори переливів іноземного позичкового капіталу та їх наслідки для економіки України / Т. П. Богдан // Фінанси України. – 2015. – № 7. – С. 39–56.
4. *Гасанов С. С.* Реформування фіскальної системи України у контексті євроінтеграційних процесів / С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов, Р. Л. Балакін // Фінанси України. – 2015. – № 5. – С. 16–38.
5. *Єфименко Т. І.* Фіскальний простір антикризового регулювання / Т. І. Єфименко ; Держ. навч.-наук. установа "Акад. фін. управління". – К. : ДННУ "Акад. фін. управління", 2012. – 331 с.
6. *Клименко К. В.* Напрями реформування фінансової системи України в контексті антикризового регулювання / К. В. Клименко // Фінанси України. – 2015. – № 7. – С. 75–85.
7. *Колосова В. П.* Чинники активізації співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями / В. П. Колосова, Д. Ю. Венцковський, О. І. Капленко // Наукові праці НДФІ. – 2013. – Вип. 4. – С. 3–9. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Npndfi_2013_4_2.pdf.
8. *Матвійчук А. В.* Використання системи випереджальних індикаторів для прогнозування негативних зрушень на фінансовому ринку України / А. В. Матвійчук, І. І. Стрельченко // Фінанси України. – 2015. – № 8. – С. 74–87.

9. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції : кол. моногр. : у 2 т. / за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко ; ДННУ "Акад. фін. управління". – К. : ДННУ "Акад. фін. управління", 2014.
10. *Редзюк Є. В.* Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і підписання Директив ЄС: можливі ризики для вітчизняного ринку цінних паперів / Є. В. Редзюк // Фінанси України. – 2015. – № 1. – С. 98–110.
11. Фінанси інституційних секторів економіки України / за ред. М. М. Єрмошенка, Т. І. Єфименко ; ДННУ "Акад. фін. управління". – К. : ДННУ "Акад. фін. управління", 2014. – 582 с.
12. Фінансова система національної економіки: проблеми розвитку та управління змінами : у 3 т. / за ред. Т. І. Єфименко ; ДННУ "Акад. фін. управління". – К. : ДННУ "Акад. фін. управління", 2012.
13. Фінансова система України: взаємодія корпоративного та державного секторів : монографія / Т. І. Єфименко, І. О. Лютий, С. С. Гасанов та ін. ; ДННУ "Акад. фін. управління". – К. : ДННУ "Акад. фін. управління", 2012. – 243 с.
14. *Фурманець К. Л.* Особливості розвитку й наслідки фінансової глобалізації: історія та сучасні тенденції / К. Л. Фурманець // Наукові праці НДФІ. – 2013. – Вип. 3. – С. 132–140 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Npndfi_2013_3_16. pdf.
15. *Петик М. І.* Залучення фінансових ресурсів на фінансових ринках шляхом випуску депозитарних розписок / М. І. Петик, Н. М. Левус // Нуковий вісник НЛТУ України. – 2013. – Вип. 23.10. – С. 258–264.
16. NYSE Listing Standards [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://usequities.nyx.com/regulation/listed–companies–compliance/listings–standards.
17. FSE Listing Rules [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://xetra.com/xetra/dispatch/de/kir/navigation/xetra/400_admission_trading/400_fwb_rules_regulations.
18. FSA Handbook [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://fshandbook.info/FS/html/hand book/LR.

Стаття надійшла до редакції
10 вересня 2015 р.