

### ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ ШЛЯХОМ ВИПУСКУ ДЕПОЗИТАРНИХ РОЗПИСОК

Розглянуто поняття депозитарної розписки та механізм її випуску українськими емітентами. Проаналізовано практику залучення фінансових ресурсів вітчизняними підприємствами шляхом випуску депозитарних розписок та визначено основні тенденції розвитку ринку депозитарних розписок.

**Ключові слова:** банк-депозитарій, депозитарна розписка, лістинг, програма емісії, фінансовий ринок, фінансові ресурси.

**Постановка проблеми.** Головною ознакою розвитку сучасного фондового ринку є глобалізація, яка насамперед передбачає інтеграцію національних фондових ринків до структури світового ринку капіталів. Дедалі більше компаній починають розглядати можливість проникнення на закордонні фондові ринки з метою залучення іноземного капіталу шляхом розміщення власних цінних паперів. Однак ці процеси в Україні стикаються з певними законодавчими бар'єрами, так вітчизняне законодавство обмежує вивезення цінних паперів з країни, а нормативні акти зарубіжних країн містять положення, що забороняють/обмежують обіг цінних паперів, емітованих в інших країнах (наприклад у США). Тому існує потреба у використанні прогресивних та інноваційних інструментів фондового ринку, які дали б змогу обійти ці перешкоди. І одним з таких інструментів є депозитарна розписка.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання щодо використання депозитарних розписок для виходу на світовий ринок капіталу досліджено у працях вітчизняних вчених, зокрема таких, як: Ю.М. Коваленка, Ю.Г. Козак, С.А. Малькової, Т.М. Мельника, С.З. Мошенського, А.А. Пересади, О.Ю. Ромашка, О.Г. Шевченко, В.С. Шапрана, Н.С. Шапран та інших. Однак у цих роботах відображено лише окремі аспекти використання цього інструменту вітчизняними емітентами. Найбільш змістовне та системне дослідження тенденції на вітчизняному ринку депозитарних розписок проведено компанією ДАГДА, яка щорічно видає "Довідник емітента" – "ІРО от "А" до "Я"". Тут депозитарні розписки розглядають у контексті ефективного інструменту проведення ІРО на зарубіжних фондових майданчиках.

**Постановка завдання.** Метою роботи є розкриття механізму випуску депозитарних розписок вітчизняними емітентами та визначення особливостей функціонування українського ринку депозитарних розписок.

**Виклад основного матеріалу.** Історично поява депозитарних розписок пов'язана із заборонаю британського уряду на вивіз акцій місцевих компаній за кордон. Намагання уникнути цієї заборони й спричинило виникнення такого механізму, як депозитарні розписки. Вперше їх було випущено у 1927 р. американським банком J.P. Morgan, щоб надати можливість американцям інвестувати в акції британської компанії роздрібної торгівлі Selfridge [4, с. 4].

У широкому розумінні, депозитарна розписка – це цінний папір другого порядку, який може бути у вигляді як сертифіката, так і в бездокументарній

формі, що випускається великим банком-депозитарієм і засвідчує права власності на акції іноземної компанії, що депоновані у цьому банку [4, с. 29].

В Україні депозитарна розписка визначається як документ, який випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства.

На практиці виділяють такі види депозитарних розписок:

1. Американські депозитарні розписки (АДР) – перебувають в обігу на ринку США.
2. Глобальні депозитарні розписки (ГДР) – перебувають в обігу як на європейських, так і на американських ринках цінних паперів.
3. Європейські депозитарні розписки (ЄДР) – різновид ГДР, номіновані у євро [2].

За ініціаторами випуску депозитарні розписки поділяють на спонсоровані і неспонсоровані. До неспонсорованих розписок відносять ті, ініціатором випуску яких був акціонер, група акціонерів або майбутній інвестор. До випуску таких розписок у США пред'являють мінімальні вимоги, проте вони не допускаються на організований ринок і торгуються виключно на позабіржовому ринку (ОТС). Спонсоровані депозитарні розписки випускають лише з ініціативи емітента і залежно від рівня програми можуть обертатися як на ОТС, так і на провідних біржах світу (табл. 1).

Табл. 1. Основні види розписок та їх особливості [5]

Рівень класифікації	Депозитарні розписки, емітовані на акції, що знаходяться в обігу в країні емітента			Депозитарні розписки, що випущено за рахунок нової емісії		
	Неспонсоровані	Спонсоровані			Спонсоровані / неспонсоровані	
Рівні ДР		ДР I рівня	ДР II рівня	ДР III рівня	Інші форми ДР	
Площадка обігу	ОТС	ОТС	NYSE, AMEX, NASDAQ	NYSE, AMEX, NASDAQ	144A Portal	Reg. S (ГДР), організатори торгів поза США
Форми документів для SEC	F-6	F-6	F-6	F-1, 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	за вибором	не потрібно

Схема випуску АДР та ГДР за участю фінансового і юридичного консультантів (рис. 1) найбільш наближена до українських умов, коли багато підприємств не зможуть справитися з достатньо громіздкою процедурою емісії. У цій схемі виключено відносини між хранителем і депозитарієм через Центральний Депозитарій (якщо такий функціонує), проте окремо виділено Національну комісію з цінних паперів та бірж США (SEC) як учасника процесу реєстрації.

Перше, що робить ініціатор випуску, обирає юридичного і фінансового консультантів (1). Якщо емітент реєструє АДР першого, другого або третього рівня, то йому просто необхідний юридичний консультант для того, щоб забез-

печити подачу реєстраційних документів до SEC. Потім починається підготовка документів у SEC згідно з рівнем випущених розписок (2). Важливо відзначити, якщо емітент реєструє розписки за правилом 144 А або за правилом "Regulation S", то на другому етапі має право не подавати регулярну фінансову звітність. Таке звільнення одержало назву правила 12g3-2(b).

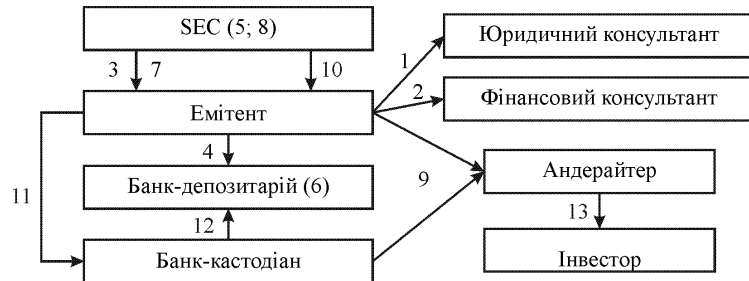


Рис. 1. Схема випуску депозитарних розписок [5]

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 (3). Наступний етап передбачає проведення переговорів (4) з банком-депозитарієм щодо підписання договору на обслуговування. Під час проведення переговорів з депозитарієм або кастодіаном проходить і остаточна реєстрація в SEC (5). Комісія може відхилити заявку на реєстрацію внаслідок невідповідності документації або якщо вважає, що компанія-претендент на реєстрацію депозитарних розписок становить небезпеку для інвесторів у США.

Після реєстрації відбувається безпосереднє підписання договору з банком-депозитарієм (6), який разом з формою F-6 подається до SEC. Після розгляду Комісією договору і реєстраційної форми F-6 (8) починається завершальний етап переговорів з банком-андерайтером чи агентом щодо розміщення, а також остаточне визначення розміру комісії за послуги андерайтингу (9). Тільки після підписання договору з андерайтером SEC видає остаточний дозвіл на випуск фінансових інструментів (10). Відразу після цього відбувається передача ініціатором випуску пакету акцій до банку-кастодіану (11), який здійснює знерухомилення пакету акцій (12) і повідомляє про це банк-депозитарій, після чого останній випускає розписки і передає їх інвестору (13) [5].

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

Законодавчо передбачено можливість випуску депозитарних розписок і вітчизняним емітентам. Для цього необхідно звернутись до Національного депозитарію України, який володіє винятковим правом укладати кореспондентські відносини з міжнародними депозитаріями та депозитаріями інших країн. Для практичної реалізації випуску депозитарних розписок Національний депозитарій України повинен встановити кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями для проведення клірингу та розрахунків за іноземними транзакціями. Однак він поки що встановив кореспондентські відносини тільки з Цен-

тральним депозитарієм Австрії. Тому для вітчизняного емітента, що має намір використати емісію АДР, реальний спосіб пов'язаний не з депозитарною системою, а з послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку АДР.

З українськими підприємствами найбільше працює The Bank of New York Mellon (BNYM), який має кореспондентські відносини з локальними банками – зберігачами цінних паперів (ING Банк, 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 Deutsche Bank продовжив свою діяльність з вітчизняними емітентами і станом на 01.01.2013 р. провів вже 8 програм випуску. Всі інші здійснив BNYM.

Найбільшим локальним зберігачем на українському ринку цінних паперів 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 весь спектр депозитарних послуг і обслуговує всі інструменти ринку цінних паперів, зокрема й американські та глобальні депозитарні розписки. Оскільки ІНГ Банк Україна є єдиним субзберігачем The Bank of New York для всіх програм депозитарних розписок в Україні, саме він координує впровадження програм депозитарних розписок. Зокрема цей банк був консультантом Фонду державного майна щодо розробки механізмів приватизації за допомогою депозитарних розписок, і він має налагоджений механізм емісії депозитарних розписок (через Bank of New York) для вітчизняних емітентів цінних паперів [2].

Загалом за даними BNYM станом на початок 2013 р. було зареєстровано 75 діючих депозитарних програм українських емітентів чи їх дочірніх компаній за кордоном. За цим показником Україна входить до 15 країн світу (рис. 2) і посідає 14 місце (всього в світі зареєстровано 3694 випуски депозитарних розписок, з них 62 % – це спонсоровані випуски).

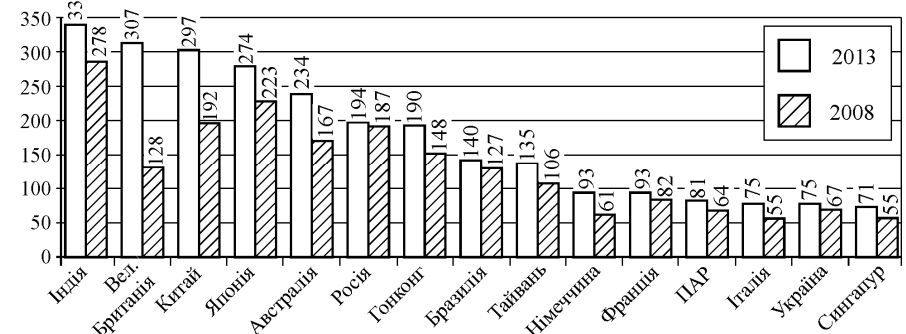


Рис. 2. Країни-лідери за кількістю зареєстрованих депозитарних розписок станом на 01.01.2013 р. (розроблено авторами на основі [5])

Щодо співвідношення між спонсорованими та неспонсорованими випусками депозитарних розписок в Україні, то тут також простежується світова тен-

денція до витіснення з ринку неспонсорованих випусків. Загальна їх кількість становить 17, а це лише 23 % від загальної кількості випусків. Останній випуск неспонсорованих депозитарних розписок в Україні відбувся ще у 2004 р.

З 75 випущених програм депозитарних розписок лише 21 спрямовано на залучення нового капіталу. Загальний обсяг залученого капіталу з цих програм становить 1,5 млрд грн. При цьому здійснюється випуск лише ГДР, депозитарних розписок за правилом 144 А та АДР I рівня, що дає емітентам можливість уникати розкриття інформації перед SEC та іншими регуляторами. АДР II і III рівня для українських емітентів поки що не доступні, через невідповідність їхньої фінансової звітності вимогам SEC.

Нині найбільш популярними майданчиками для розміщення українськими емітентами своїх депозитарних розписок є Франфуртська фондова біржа (FSE) та Лондонська фондова біржа (LSE). На FSE можуть бути розміщені глобальні та американські депозитарні розписки. Досі вітчизняні емітенти змогли розмістити свої депозитарні розписки лише на сегменті біржі, який називається Open Market – ринок, що регулюється біржею (неофіційний ринок). На Open Market лістинг депозитарних розписок може бути проведений в Entry Standard і Quotation Board (вторинний лістинг). Для включення в Quotation Board, компанія повинна мати лістинг своїх депозитарних розписок хоча б на одній фондовій біржі світу з переліку, схваленого Deutsche Börse. Ринковий сегмент Entry Standard чудово підходить для малих і середніх компаній, що бажають залучити капітал і покращити свої конкурентні позиції [8].

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 відрізняється спрощеними вимогами, зокрема емітенти звільняються від регулятивних обмежень з боку UKLA – управління з лістингу, та обмеженим колом інвесторів, які допускаються до торгів [7] (табл. 2).

Табл. 2. Умови допуску депозитарних розписок до лістингу на провідних біржах світу

Вимоги	Біржа		
	LSE	FSE	NYSE
Кількість акцій у вільному обігу	25 %	20 %	2500 тис. штук
Мінімальна капіталізація компанії/виручка за останні 12 місяців	700 / – тис. фунтів	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	*
Номинальна вартість акції	–	1 євро	–
Вартість акцій у вільному обігу	–	–	100 млн дол.
Мінімальна кількість акціонерів	–	–	5000 осіб
Дохід до оподаткування за останні 3 роки	–	–	100 млн дол.
Підтримка з боку лістинг-партнерів біржі	–	мінімум 1	–
Подання проспекту емісії	+	–	*

\*Визначається SEC залежно від рівня депозитарної програми.

Джерело: розроблено авторами на основі [6-8].

Українські емітенти використовують два способи виходу на іноземний ринок капіталу через механізм депозитарних розписок:

1. Безпосередній випуск депозитарних розписок під акції емітента-резидента України.
2. Створення материнської компанії в офшорній зоні або країні майбутньої емісії і випуск депозитарних розписок вже на акції цієї компанії.

Сьогодні простежуємо тенденцію до зростання випусків через офшорні компанії, зокрема з 21 емісії, що були спрямовані на залучення нового капіталу, лише одна компанія – TMM Real Estate, яка працює на українському ринку нерухомості, вийшла на іноземну фондову біржу, як компанія-резидент України, тобто без створення компаній-посередників шляхом продажу депозитарних розписок іноземним інвесторам без порушень законодавства щодо 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 придбання.

**Висновки.** Депозитарні розписки є гнучким і привабливим фінансовим інструментом, що має значні переваги свого використання, для українських емітентів, які прагнуть вийти на закордонні ринки капіталу. Механізм випуску депозитарних розписок вже є добре освоєний вітчизняними компаніями і пов'язаний насамперед з послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку депозитарних розписок. На ринку простежується негативна тенденція до зростання кількості випусків депозитарних розписок через створені компанії-посередники в закордонних юрисдикціях, що призводить до виведення значних грошових потоків, активів та інших ресурсів українських компаній з під контролю державних органів України.

### Література

1. Мошенський С.З. Депозитарні розписки та специфіка їх використання для українських емітентів / С.З. Мошенський // Вісник Житомирського державного технологічного університету. – Сер.: Економічні науки. – Житомир : Вид-во ЖДТУ. – 2011. – № 2 (56). – С. 215-218.
2. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків : навч. посібн. / О.Ю. Ромашко. – К. : Вид-во КНЕУ, 2000. – 240 с.
3. Руденко С.А. Депозитарные расписки : учебн. пособ. / С.А. Руденко, С.А. Малькова, Н.И. Кравцова. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 64 с.
4. Шапран В.С. IPO от "А" до "Я" / В.С. Шапран, Н.С. Шапран. □ К. : Вид-во ДАГДА, 2013. – 484 с.
5. NYSE Listing Standards. [Electronic resource]. – Mode of access <http://usequities.nyx.com/regulation/listed-companies-compliance/listings-standards>
6. FSA Handbook. [Electronic resource]. – Mode of access <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR>
7. FSE Listing Rules. [Electronic resource]. – Mode of access [http://xetra.com/xetra/dispatch/de/kir/navigation/xetra/400\\_admission\\_trading/400\\_fwb\\_rules\\_regulations](http://xetra.com/xetra/dispatch/de/kir/navigation/xetra/400_admission_trading/400_fwb_rules_regulations)

**Петык М.И., Левус Н.М. Привлечение финансовых ресурсов на финансовых рынках путем выпуска депозитарных расписок**

Рассмотрено понятие депозитарной расписки и механизм ее выпуска украинскими эмитентами. Проанализирована практика привлечения финансовых ресурсов отечественными предприятиями путем выпуска депозитарных расписок и определены основные тенденции развития рынка депозитарных расписок.

**Ключевые слова:** банк-депозитарий, депозитарная расписка, листинг, программа эмиссии, финансовый рынок, финансовые ресурсы.

**Petyk M.I., Levus N.M. Raising financial resources on the financial markets through the issuance of depositary receipts**

The concept of depositary receipt and the mechanism of its emission Ukrainian issuers are examined. The practice of raising financial resources by domestic enterprises by issuing depositary receipts is analyzed and the main market trends depositary receipts are determined.

**Keywords:** depositary bank, depositary receipt, listing, emission program, financial market, financial resources.

УДК 339.37(477)+330.163

Доц. О.О. Трут, канд. екон. наук;  
здобувач А.І. Тимчина – Львівська КА

**РОЗДРІБНИЙ ТОВАРООБІГ – ІНДИКАТОР  
ПОТРЕБ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ**

На теренах України з року в рік обсяги роздрібного товарообігу підприємств невпинно зростають. Структура обігу як продовольчих, так і непродовольчих товарів зміщується в бік предметів першої необхідності. Умовно, 7-річний період розвитку роздрібного торговельного ринку України, який проаналізовано, можна поділити на частини: докризовий період (від початку 2006 р. до початку 2009 р.), кризовий період (2009 р.) та післякризовий період (від початку 2010 р. до початку 2012 р.).

**Ключові слова:** оборот роздрібною торгівлі, роздрібний товарообіг підприємств, продовольчі товари, непродовольчі товари.

**Вступ.** У процесі руху товару від виробників до споживачів кінцевою ланкою, що замикає ланцюг господарських зв'язків, є роздрібна торгівля. Водночас, роздрібна торгівля є стартовим майданчиком для нового циклу виробництва і обігу, оскільки товар перетворюється на гроші. При роздрібній торгівлі товари переходять зі сфери обігу у сферу колективного, індивідуального, особистого споживання, тобто стають власністю споживачів. Покупці оптимально задовольняють свої потреби через роздрібну торгівлю, представники якої, враховуючи в своєму асортименті побажання покупців, можуть більше продати товарів і забезпечити собі комерційний успіх.

Кількісна та якісна характеристики товарної маси, яка переходить із сфери виробництва у сферу споживання через роздрібну торгівлю, відповідно до закону товарного обігу відображаються в показниках роздрібного товарообігу. Як будь-який економічний процес, роздрібний товарообіг має свої закономірності розвитку. Вагомий внесок у розробку теоретичних і практичних проблем щодо забезпечення ефективності функціонування роздрібних торговельних підприємств та вивчення закономірностей розвитку роздрібного товарообігу зробили В.В. Апопій, І.О. Бланк, Є.І. Бойко, О.Д. Вовчак, Я.А. Гончарук, В.І. Гринчуцький, В.С. Загорський, В.І. Іваницький, А.В. Калина, І.І. Каракоз, Л.О. Ліго-

ненко, А.А. Мазаракі, В.С. Марцин, Є.В. Мних, Г.В. Митрофанов, С.Ф. Покропивний, А.А. Садеков, Л.Г. Словінська, Л.Л. Теренова, Н.М. Ушакова, А.М. Фрідман. Проте серед них і досі немає єдиної думки щодо вивчення цього предмета. Аналізуючи наукові роботи, ми виявили, що питанню аналізу товарообігу ринку роздрібною торгівлі України в сучасних ринкових умовах вчені-еконімісти приділили недостатньо уваги.

**Постановка завдання.** Охарактеризувати товарообіг ринку роздрібною торгівлі в умовах сучасного невизначеного ринкового середовища України.

**Результати дослідження.** Для виконання поставленого завдання використано дані Державної служби статистики України щодо потужності роздрібною торгівлі України протягом останніх 7 років – з початку 2006 р. по початок 2012 р., включно (табл. 1).

**Табл. 1. Потужність підприємств роздрібною торгівлі України (станом на початок року)**

Роки	Оборот роздрібною торгівлі		Роздрібний товарообіг підприємств	
	млрд грн.	індекс, до попереднього року, %	млрд грн.	індекс, до попереднього року, %
2006	174,367	100,0	94,332	100,0
2007	237,812	136,4	129,952	137,8
2008	325,063	136,7	178,233	137,2
2009	455,964	140,3	246,903	138,5
2010	444,300	97,4	230,955	93,5
2011	541,548	121,9	280,890	121,6
2012	685,721	126,6	350,059	124,6
2012 до 2006	+511,354	приріст +293,3	+255,727	приріст +271,1
2012 до 2010	+241,421	приріст +54,3	+119,104	приріст +51,6

Державна служба статистики України, відповідно до "Інструкції про облік роздрібною товарообігу і товарних запасів", затвердженої наказом Міністерства статистики України від 28.12.1996 р. №389, під терміном "роздрібний товарообіг підприємств" розуміє обсяг продажу споживчих товарів населенню через роздрібну торговельну мережу (юридичні особи), виражений у фактичних цінах на момент продажу товарів; а під терміном "оборот роздрібною торгівлі" розуміє роздрібний товарообіг юридичних осіб, які здійснюють діяльність із роздрібною торгівлі, а також розрахункові обсяги продажу споживчих товарів через ринки та торговельні мережі, що належить фізичним особам, виражені у фактичних цінах на момент продажу товарів.

Отже, за цей період спостерігаємо стабільне нарощування обсягів як обігу роздрібною торгівлі (+511,354 млрд грн або зафіксований приріст +293,3 % на початку 2012 р. порівняно з початком 2006 р.), так і роздрібною товарообігу підприємств (+255,727 млрд грн або зафіксований приріст +271,1 % на початку 2012 р. порівняно з початком 2006 р.).

На основі зазначених вище даних можна констатувати також і стабільність росту з року в рік цих показників. Так, ріст обігу роздрібною торгівлі коливається в межах від +21,9 % до +36,7 %, а ріст роздрібною товарообігу підприємств знаходиться в діапазоні від +21,6 % до +38,5 %. Єдиним винятком