

УДК 336.717.3:330.322(73)

*Н. В. Бонцевич*

*denbontsevich@mail.ru*

*Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины, Беларусь*

## **АМЕРИКАНСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ КАК СПОСОБ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ: ОПЫТ РОССИИ**

Поиску финансовых ресурсов, инвестиций в экономику Беларуси посвящена данная статья. Автор на примере опыта России показывает сущность американских депозитарных расписок, возможности представителей бизнеса России в реализации инвестиционного менеджмента как крупными корпорациями, так и средними, малыми промышленными структурами.

В течение последних нескольких лет ряд российских компаний устремились на западные фондовые рынки в поисках свободного капитала. Взять в долг – не хитрость,

первичный рынок долговых обязательств корпораций достаточно активен. Некоторые из них выпустили американские депозитарные расписки (ADR), которые котируются на американских фондовых биржах.

Многие западные инвесторы, например пенсионные и страховые компании, отраслевые инвестиционные фонды и частные лица, не имеют законодательного права покупать напрямую акции российских предприятий. Для того чтобы эти категории инвесторов могли вкладывать деньги в ценные бумаги российских предприятий (и это несмотря на санкции!), создаются депозитарные расписки, которые за рубежом представляют акции российских эмитентов [1].

Программы ADR сами по себе ценны, так как они увеличивают базу акционеров и создают дополнительные возможности для привлечения иностранных инвестиций в российскую промышленность. Емкость и ликвидность российского фондового рынка крайне ограничена, поэтому цены на акции во многих случаях устанавливаются ниже их реальной стоимости, а поэтому и занижается капитализация компании. Любая отечественная корпорация оценивается на американской бирже, как правило, выше, чем на бирже российской. Например, анализ ряда российских региональных энергетических компаний, котирующихся в США в форме ADR, показывает, что по таким показателям, как отношение цены акций к продажам и отношение цены акций к балансовой стоимости, оценка этих компаний в три раза превышает оценку тех АО-энерго, которые не имеют ADR-программ.

Выход на западный фондовый рынок связан с большими расходами. Это и андеррайтерская комиссия, и плата за регистрацию, и оплата услуг юристов, и ежегодные взносы за листинг. Так, согласно расчетам NASDAQ, стоимость создания американских депозитарных расписок самого высокого, 3-го уровня, с первичным размещением акций (IPO) составляет от 2 до 4 млн. долл. США.

Получать международный публичный статус и выходить на биржи компании, независимо – будь она отечественной или зарубежной, стоит только в том случае, если она твердо представляет, зачем ей это нужно.

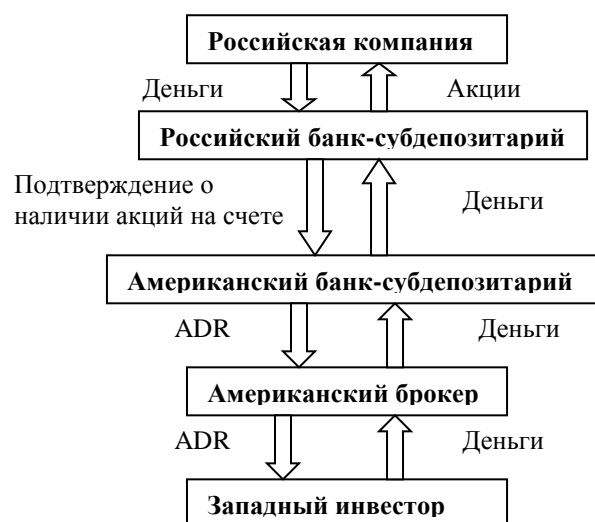
Самое сложное для предприятия – выбрать правильную стратегию, правильный момент выхода на рынок и грамотно подготовить программу выхода. При разработке программ ADR нужно учитывать особенности каждого промышленного сектора, каждой компании. Общих правил в данном случае нет и быть не может.

Относительное затишье на международных фондовых рынках, с одной стороны, затрудняет российским компаниям торговлю их акциями, но с другой – являются для них позитивным фактором. Фондовые рынки США – самые глубокие и емкие в мире, и несмотря на то, что в течение последних нескольких лет был длительный период общего понижения фондовой конъюнктуры, для российских эмитентов все еще могут быть предоставлены возможности привлечения капитала на этих рынках. Инвесторы, стремящиеся расширить свои портфели за счет новых выпусков, не видят достаточного количества предложений со стороны американских и европейских эмитентов на рынке и поэтому ищут новые возможности на развивающихся рынках, в том числе и на российском.

Интерес к российским компаниям можно проследить на примере МТС – если в середине 2000 года, в момент выхода, акция этой компании стоила 21 долл., то сейчас она стоит более 40 долл., то есть выросла больше чем в два раза. Для сравнения: за этот же период стоимость паев в диверсифицированном американском паевом фонде TelecomHolders упала примерно на 50%.

Таким образом, самый простой для российских компаний способ выйти на американский фондовый рынок – получить американские депозитарные расписки. Механизм функционирования ADR представлен на рисунке 1.

Чтобы получить разрешение продавать свои акции в виде ADR, компании должны выполнить два основных требования: во-первых, все выпуски акций должны быть зарегистрированы ФКЦБ России; во-вторых, акции должны быть включены в котируемые листы российской фондовой биржи, то есть иметь листинг на фондовой бирже.



**Рисунок 1 – Механизм функционирования американских депозитарных расписок**

Выделяют *три уровня ADR*. Если задачей компании является укрепление имиджа предприятия и повышение ликвидности его акций, а не привлечение капитала, то самый простой способ выйти на американский рынок – выпустить ADR первого уровня. К таким депозитарным распискам применяется ограниченный набор правил в США. При этом раскрытие информации и подготовка финансовой отчетности проводится исключительно в соответствии с российскими правилами.

Американскими депозитарными расписками *1-го уровня* торгуют только на внебиржевом рынке. При этом информация о компании не будет распространяться в СМИ и биржевых бюллетенях. Ликвидность таких акций будет ниже, чем тех, которыми торгуют на бирже.

Большинство российских компаний, вышедших на американский фондовый рынок, выпустили ADR 1-го уровня. Такое решение на предприятиях обычно объясняют тем, что хотят повысить стоимость акций и привлечь новых инвесторов.

Но есть и те, кто считает выпуск ADR 1-го уровня самым первым шагом к восхождению на финансовый Олимп, то есть к выпуску IPO (для чего нужны ADR 3-го уровня) и листингу на NYSE. Например, компания ГМК «Норильский Никель» поставила цель выпустить ADR третьего уровня и IPO. Продвижение в этом направлении обычно требует двух лет международной отчетности. В связи с этим ADR первого уровня необходим компании как начальный этап.

Впрочем, некоторые российские инвестиционные банкиры оценивают выпуск ADR 1-го уровня весьма скептически, аргументируя данный факт тем, что это не может значительно расширить инвестиционную базу предприятия. Инвесторы, которые имеют право покупать первый уровень, как правило, могут покупать и акции российских компаний на российском рынке. Кроме того, если компания не публичная, не имеет исторической рыночной цены и планирует выходить на IPO, например на NYSE с ADR третьего уровня, то выпуск ADR первого уровня может создать неправильные ценовые ориентиры для инвесторов. Например, «Вимм-Билль-Данн» размещалась на NYSE по стоимости, близкой к оценке сопоставимых публичных западных компаний.

Получение ADR 2-го уровня и вовсе непопулярно. Так же как и ADR 1-го уровня, американские депозитарные *расписки 2-го уровня* не позволяют привлекать новый капитал на бирже. А для получения ADR-2 необходимо уже пройти полную процедуру регистрации в американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в соответствии с американским законодательством, одно из требований которого – суммарные активы компании должны превышать 1 млн долл., а количество акционеров – 500 человек. К таким депозитарным распискам применяются американские правила в отношении раскрытия информации,

подготовки годовой финансовой отчетности. Поскольку бумаги зарегистрированы Комиссией по ценным бумагам США, владельцам ADR-2 разрешается размещать акции на NASDAQ или NYSE. В этом случае обеспечивается более высокий уровень ликвидности акций, улучшается имидж компании. Но стоит выпуск ADR 2-го уровня более 1 млн. долл. В настоящее время только две российские компании выпустили ADR 2-го уровня – «Ростелеком» и «Татнефть».

Акции «Ростелекома» торговались в качестве «голубых фишек» в РТС, были достаточно ликвидны, но при этом не было никакого представительства компании на зарубежных биржах. Выпустить ADR первого уровня для «Ростелекома» было бы несолидно, а ADR третьего уровня компания сделать не могла по причине того, что основной акционер – «Связьинвест», владеющий пятьюдесятью одним процентом акций, – не хотел размывать свою долю. Ведь при выпуске ADR-3 необходима дополнительная эмиссия.

Чтобы привлекать новый капитал, необходимо провести первичное размещение акций, что, возможно, сделать, лишь выпустив *ADR 3-го уровня*. Как и во втором уровне, необходимо зарегистрировать в США не только американские депозитарные расписки, но и лежащие в их основе российские акции. К ADR 3-го уровня применяются дополнительные правила по регистрации, к выпуску бумаг этого уровня американское законодательство относится достаточно строго.

Выпустив американские депозитарные расписки 3-го уровня, предприятие существенно расширяет свои возможности в привлечении капитала. У него появляется ликвидный инструмент, который можно использовать как залог под привлечение долгового финансирования. Можно выпускать конвертируемые ценные бумаги – облигации, конвертируемые через заранее установленный срок в акции компании по заранее установленному коэффициенту. Из всех российских компаний ADR 3-го уровня выпустили только «Вымпелком», МТС и «Вимм-Билль-Данн».

Таким образом, можно констатировать, что такие направления привлечения инвестиционных ресурсов как американские депозитарные расписки, использование оболочных фирм посредством «метода зонтика» для реализации своих интересов на американском фондовом рынке, следует признать перспективными и реально применимыми в современной практике инвестиционного менеджмента, как крупных корпораций, так и средних и малых промышленных предприятий отечественного бизнеса.

## Литература

1. Глава «Россетей» поставил задачу привлечения частных средств в отрасль. – URL: <https://365news.biz/ekonomika/36806.html> (дата обращения: 24.08.2018).