

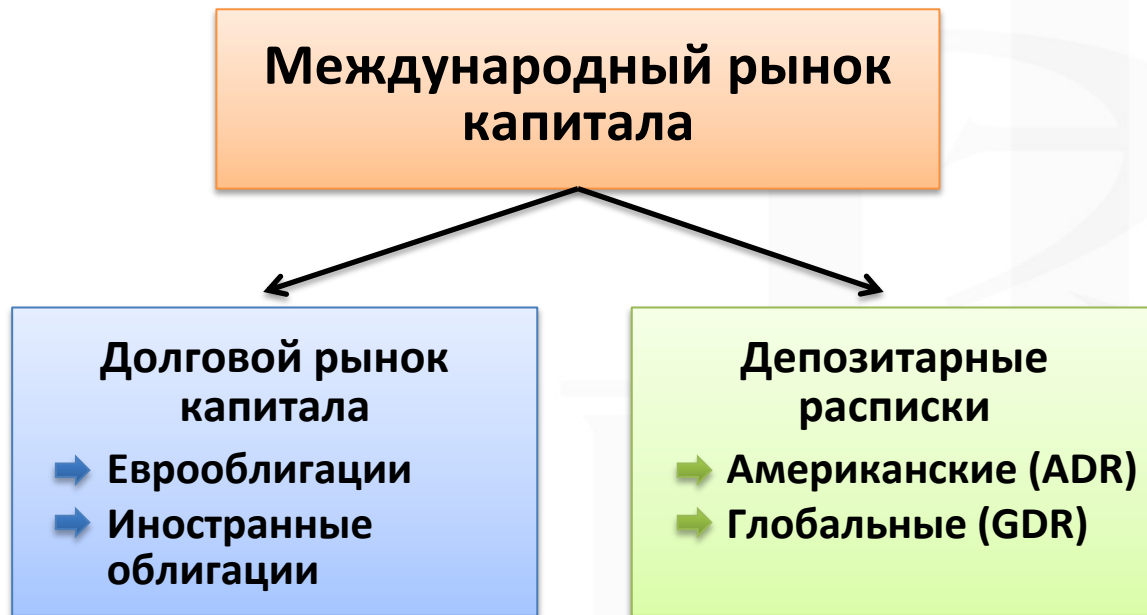
Курс «Финансовые рынки и институты»

ТЕМА 9. Международные рынки капитала

Н.И.Берзон

Заслуженный экономист Российской Федерации,
д.э.н., профессор,
заведующий кафедрой фондового рынка и рынка инвестиций
Национального исследовательского университета
«Высшая школа экономики»

Международные рынки капитала



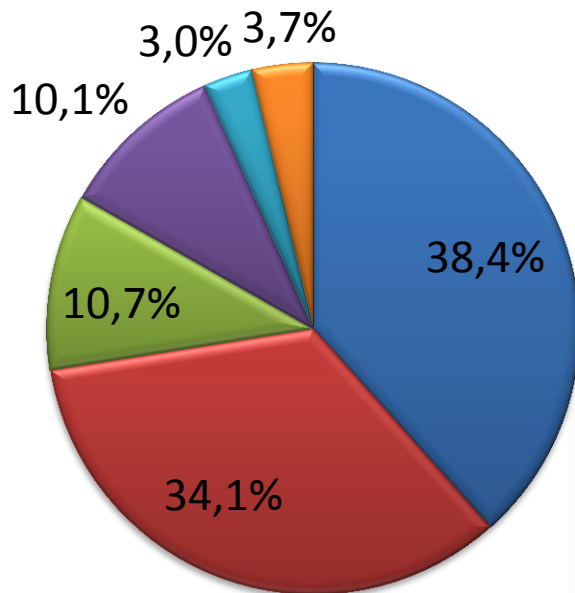
Характерные черты рынка еврооблигаций:

- Мягкая система регулирования
- Выпуск еврооблигаций – это необеспеченные ценные бумаги, выпускаемые без залога какого-либо имущества
- Доходы по еврооблигациям не облагаются налогом у источника выплаты
- Выпуск осуществляется международным синдикатом, в составе которого, как минимум, 2 участника зарегистрированы в разных странах
- Облигации могут быть номинированы в любой валюте
- Размещение облигаций осуществляется на рынках нескольких стран

Крупнейшие организаторы размещения российских еврооблигаций в 2013 г.

Организатор	Объем, млн. долл.	Количество эмитентов	Количество эмиссий
JP Morgan	5965	16	27
Газпромбанк	5126	9	23
Citigroup	4778	15	21
Сбербанк CIB	4607	15	95
ВТБ Капитал	4327	16	53
Barclays Capital	3842	9	18
Deutsche Bank	3344	10	15
BNP Paribas	3157	8	12
RBS	2958	7	14
Goldman Sachs	2426	15	19

Структура рынка еврооблигаций по валюте выпуска

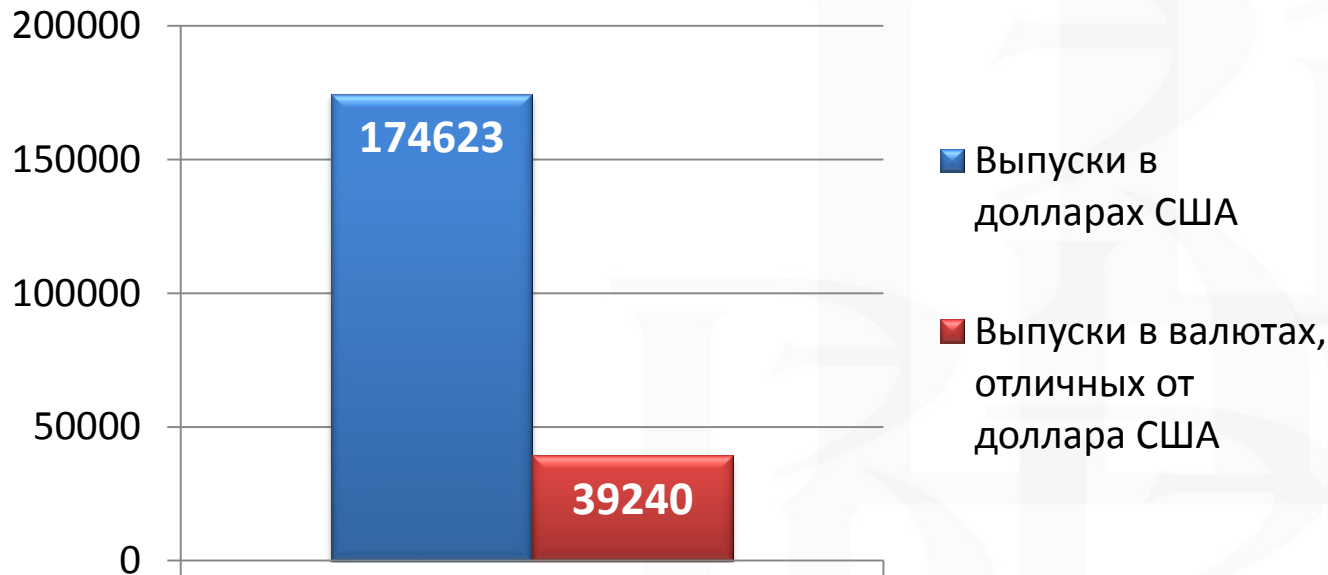


Валюта выпуска, %

- Доллар США - 38,4%
- Евро - 34,1%
- Фунт стерлингов - 10,7%
- Японская иена - 10,1%
- Канадский доллар - 3,0%
- Другие валюты - 3,7%

Структура российских еврооблигаций по валюте выпуска

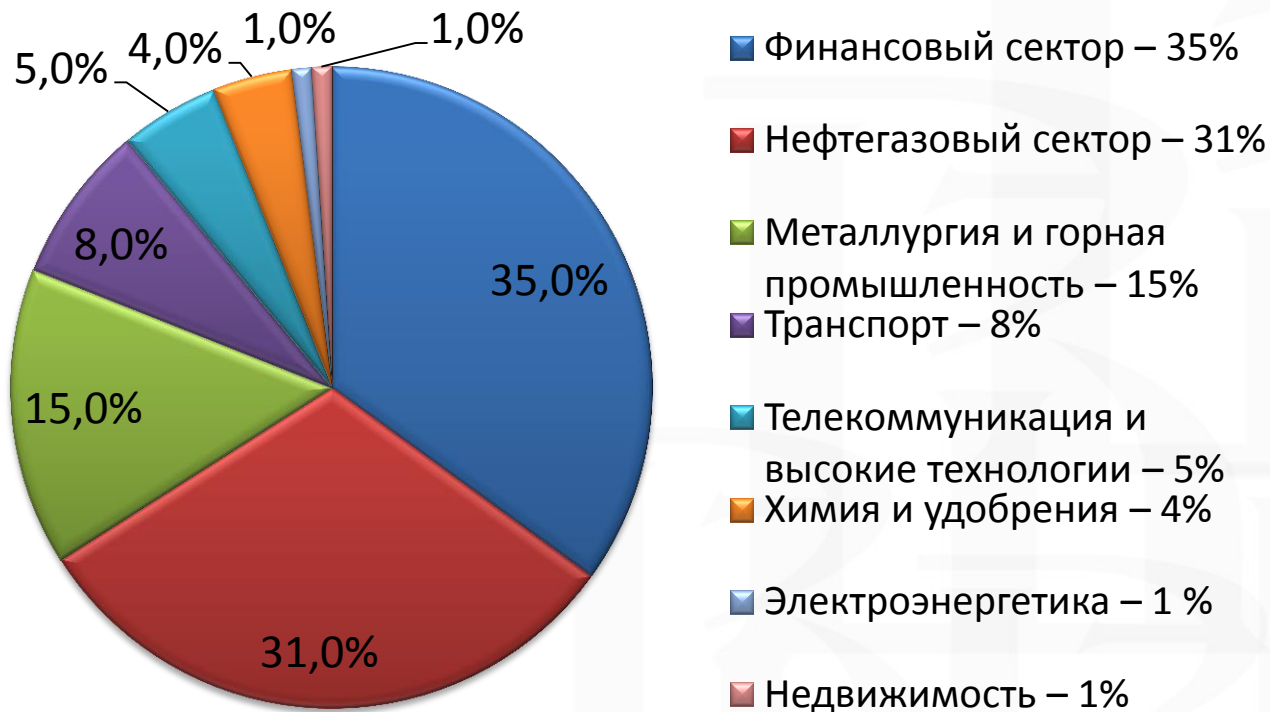
Объем российских еврооблигаций в обращении,
номинарованных в долларах США и в валютах, отличных от
доллара США в феврале 2013, \$млн.



Структура рынка еврооблигаций по эмитентам

Эмитенты	Доля, %
Наднациональные институты	10
Суверенные и субсуверенные заемщики	15
Банки	37
Финансовые институты (кроме банков)	16
Корпорации	22
Итого	100

Отраслевая структура российских еврооблигаций в 2013г. (без учета государственных облигаций)



Вопросы для самопроверки

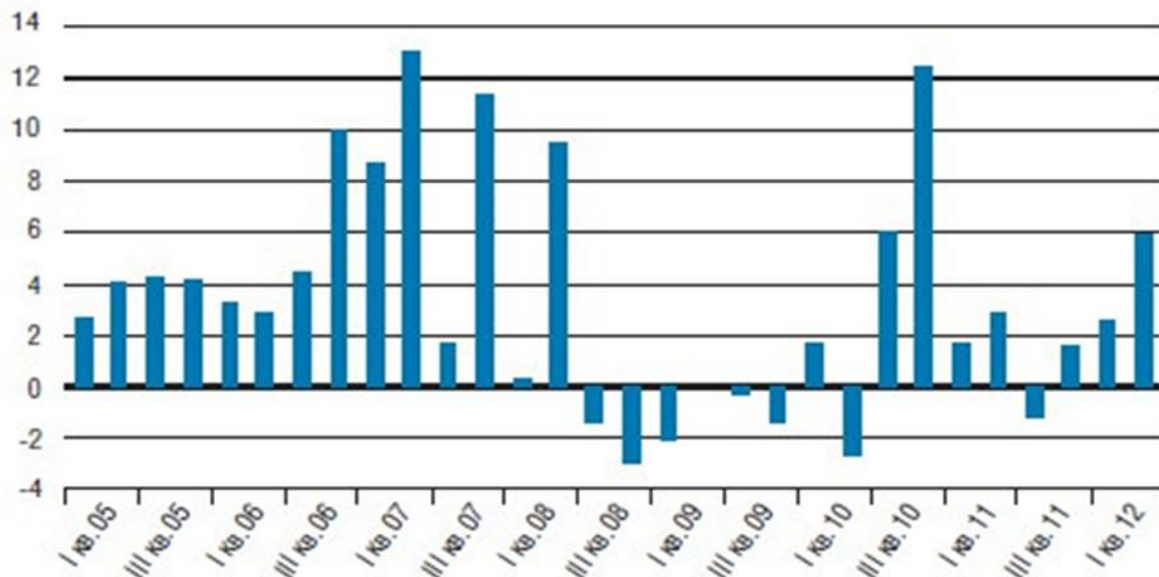
1. Какие два сегмента можно выделить на международном рынке капитала?
2. В какой валюте могут выпускаться еврооблигации?
3. Кто является эмитентами на рынке еврооблигаций?
4. Каким образом осуществляется регулирование на рынке еврооблигаций?
5. В чем привлекательность рынка еврооблигаций для эмитентов?

Этапы формирования рынка еврооблигаций для российских эмитентов

- **Этап I. 1995 – 17.08.1998г. – становление рынка**
- **Этап II. 17.08.1998 – 2001гг. – дефолт и резкое охлаждение рынка**
- **Этап III. 2002 – 2008гг. – возрождение и устойчивый рост рынка**
- **Этап IV. 2008 – 2010гг. – экономический кризис**
- **Этап V. 2010 – 2014гг. – восстановление рынка**

Развитие рынка еврооблигаций российских эмитентов

Новые выпуски еврооблигаций российскими банками,
2005-2012 гг., млрд.долл.



Источник: расчеты S&P

Временная структура российских еврооблигаций (выпуски 2013 г.)

Срок	Финансовый сектор, %	Нефинансовый сектор, %
До 3 лет	25	-
от 4 до 5 лет	36	47
От 6 до 10 лет	34	50
Более 10 лет	7	3
Итого	100	100

Средняя доходность российских еврооблигаций в зависимости от рейтинга (2013 г.)

Рейтинг по международной шкале	Финансовый сектор, %	Нефинансовый сектор, %
BBB	4,1	3,5
BB	6,0	5,2
B	9,5	7,1

Иностранные облигации

Иностранные облигации – это облигации, выпускаемые нерезидентами на внутреннем рынке той или иной страны в соответствии с законодательством данной страны

Привлекательность зарубежного рынка для нерезидентов

- Более низкие процентные ставки
- Большие масштабы рынка
- Возможность выпускать облигации на более длительные сроки
- Наличие широкого круга институциональных инвесторов
- Возможность выпуска инновационных финансовых инструментов

Иностранные облигации

Страна	Название облигаций
США	Yankee
Япония	Samurai
Испания	Matador
Великобритания	Bulldog

Вопросы для самопроверки

1. Дайте характеристику этапов формирования рынка еврооблигаций для российских эмитентов.
2. Какова зависимость между рейтингом еврооблигаций и их доходностью?
3. Что такое иностранные облигации?
4. Почему компании выпускают иностранные облигации на зарубежных финансовых рынках?

Депозитарные расписки

Депозитарная расписка (англ. *depository receipt*) — документ, удостоверяющий, что ценные бумаги помещены на хранение в банк-кастодиане в стране эмитента акций на имя банка-депозитария, который находится на территории другой страны

Банк-депозитарий выпускает депозитарные расписки, которые свободно обращаются на фондовом рынке страны, где расположен банк-депозитарий

Наиболее известные виды депозитарных расписок:

- Американские депозитарные расписки (ADR — American Depositary Receipt), которые обращаются на рынке США
- Глобальные депозитарные расписки (GDR — Global Depositary Receipt), которые обращаются в основном на европейских рынках

В 2007 году появилось понятие «российская депозитарная расписка» (РДР)

Цели компании, на акции которой выпускаются депозитарные расписки

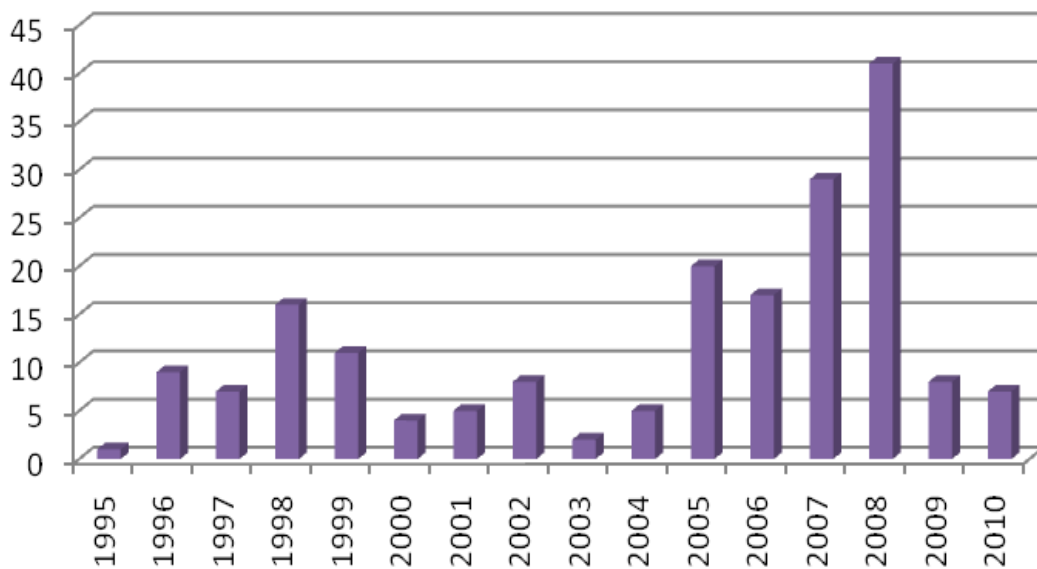
- 1 Привлечение капитала для реализации инвестиционных проектов и развития компании
- 2 Создание имиджа у иностранных и отечественных инвесторов, так как депозитарные расписки на акции компании выпускает всемирно известный и надежный банк
- 3 Рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке, вследствие возрастания спроса на эти акции
- 4 Расширение круга инвесторов, привлечение зарубежных портфельных инвесторов

Привлекательность депозитарных расписок для иностранных инвесторов

- Более глубокая диверсификация портфеля ценных бумаг
- Сделки по покупке – продаже депозитарных расписок совершаются на стабильно работающих зарубежных фондовых рынках
- Выпуск депозитарных расписок осуществляется в соответствии с зарубежным законодательством
- Расчеты производятся в иностранной валюте через зарубежные банки
- Права владельцев депозитарных расписок фиксируются в реестре зарубежного банка-депозитария

Привлекательность депозитарных расписок для иностраннных инвесторов

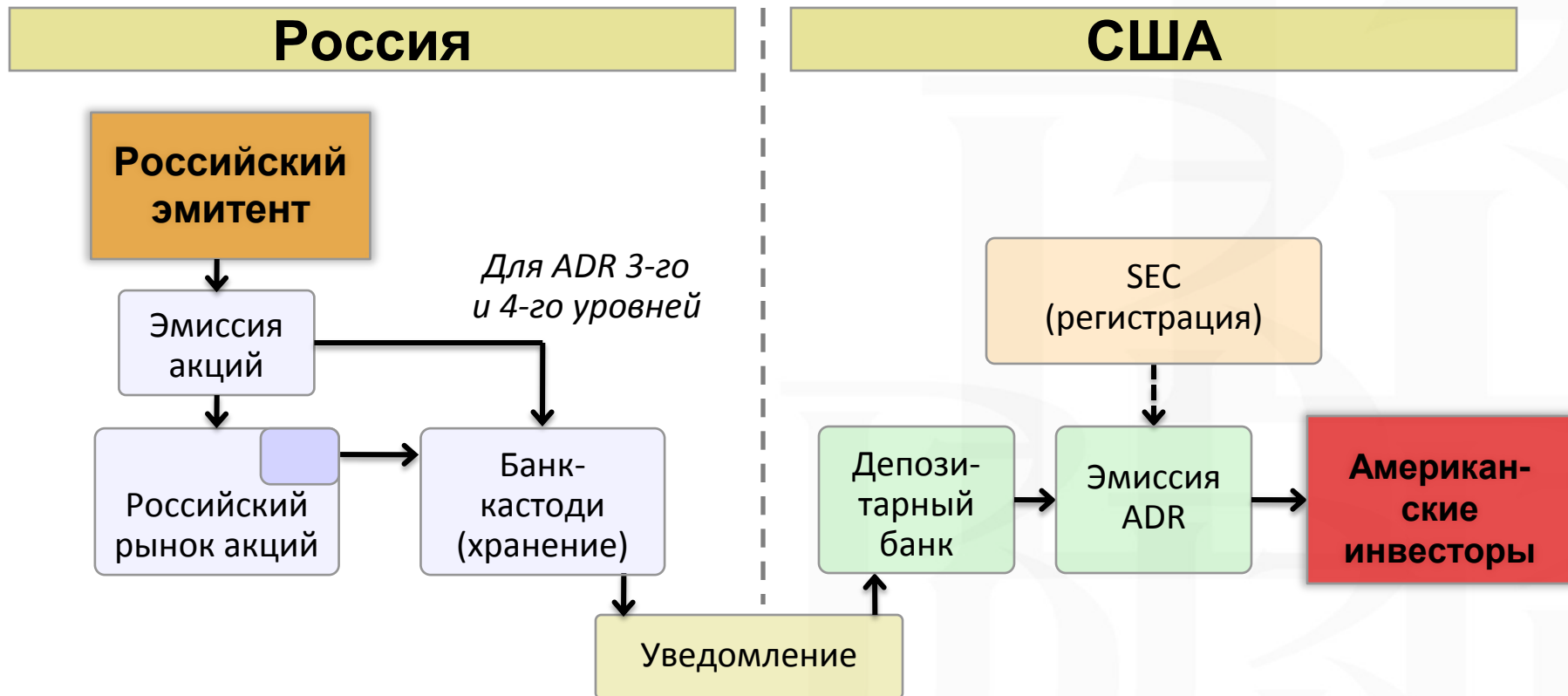
Количество выпусков АДР по годам



Вопросы для самопроверки

1. Что такое депозитарная расписка?
2. Какие виды депозитарных расписок существуют в мире?
3. В чем привлекательность депозитарных расписок для эмитентов?
4. В чем привлекательность депозитарных расписок для инвесторов?
5. Почему растут цены акций компании, которая выпустила депозитарные расписки?

Организация выпуска американских депозитарных расписок (American Depositary Receipt – ADR)



Основные функции банка-кастоди

- Хранение акций, на которые выпущены депозитарные расписки
- Осуществление учета и перерегистрации владельцев акций, на которые депозитарный банк выпустил ADR
- Участие в переводе дивидендов
- Выполнение функций номинального держателя по акциям, на которые выпущены депозитарные расписки

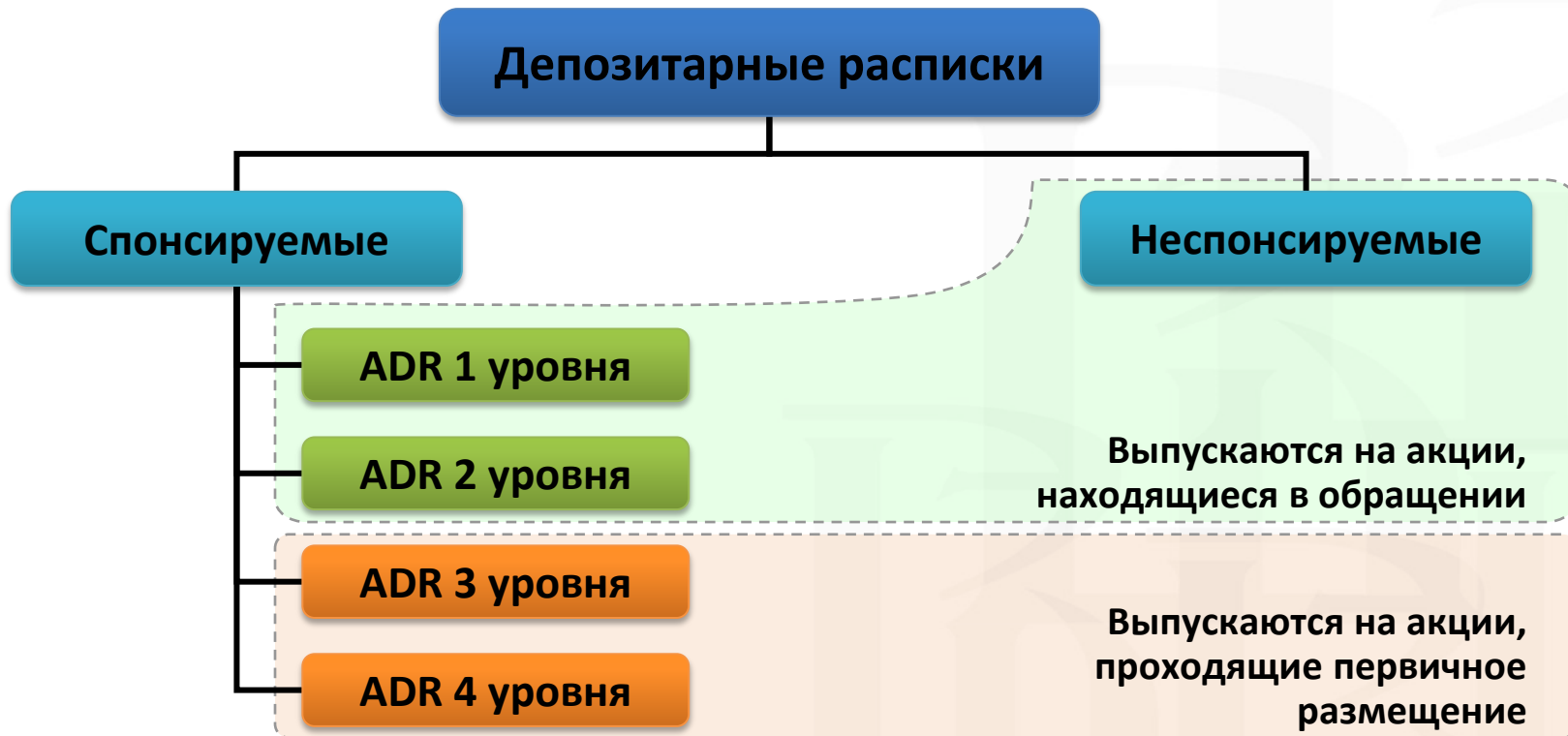
Функции депозитарного банка

- Выпускает депозитарные расписки на депонированные акции
- Осуществляет регистрацию ADR в комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и предоставляет в SEC регулярную отчетность
- Организует и проводит road show
- Ведет реестр владельцев депозитарных расписок
- Выплачивает дивиденды
- Выступает агентом в процедуре голосования на собрании акционеров, рассылает бюллетени для голосования, обобщает результаты голосования держателей ADR и направляет их эмитенту

Вопросы для самопроверки

1. Как происходит выпуск депозитарных расписок?
2. Какие функции выполняет Банк-кастодиан?
3. Какие функции выполняет Депозитарный банк?
4. Кто осуществляет регистрацию выпуска ADR?
5. Если пакет акций, принадлежащий инвестору, размещается в Банке-кастодиане, то кто получает денежные средства от продажи ADR?
6. Кто ведет реестр владельцев ADR?

Виды депозитарных расписок



Спонсируемые и неспонсируемые ADR

- **Выпуск спонсируемых ADR** инициируется и поддерживается компанией-эмитентом. Все расходы на себя принимает компания-эмитент
- **Выпуск неспонсируемых ADR** инициируется группой акционеров или одним крупным акционером, например, инвестиционным банком, который приобретает акции на внутреннем рынке и на них выпускает ADR. В этом случае все расходы на себя принимает инициатор выпуска ADR

Программы ADR первого и второго уровней

- **Сходство программ ADR первого и второго уровней** заключается в том, что ADR выпускаются на акции, которые уже обращаются на рынке и их выпуск инициируется акционерами
- **Различия** заключаются в степени раскрытия информации и возможности обращения ADR на бирже

ADR первого уровня

- **ADR первого уровня** обозначены как "торговая" форма. Эти инструменты самые простые и могут обращаться только на внебиржевом рынке, поскольку компания - эмитент акций не обязана предоставлять финансовую отчетность, заверенную аудиторами в соответствии с международными стандартами или выполнять все требования по раскрытию информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США

ADR второго уровня

- **ADR второго уровня** обозначены как "листинговая" форма и используется компаниями для получения допуска к торгам на бирже

Компания должна:

- ➔ соответствовать требованиям биржи по листингу
- ➔ представить отчетность за несколько лет, составленную и проверенную аудиторами по международным стандартам

ADR третьего и четвертого уровней

- **Сходство программ ADR третьего и четвертого уровней** заключается в том, что ADR выпускаются на акции, которые проходят первичное размещение, в результате чего компания получает средства на свое развитие
- **Различия** заключаются в степени раскрытия информации и условиях размещения ADR

ADR третьего уровня

- **ADR третьего уровня** (публичные ADR) обозначены как форма "предложения" и используется эмитентами, желающими привлечь капитал за пределами своего внутреннего рынка, размещая ценные бумаги на бирже

Эмитенты должны:

- выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам США в отношении регистрации выпуска ADR и отчетности
- соблюдать правила и нормы биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги

ADR четвертого уровня

- **ADR четвертого уровня** (ограниченные ADR) представляют собой форму "частного размещения среди крупных профессиональных инвесторов, называемых "квалифицированными институциональными покупателями" (QIB) по Правилу 144A
- Для ADR четвертого уровня установлены более мягкие требования к раскрытию информации, но и круг инвесторов ограничен квалифицированными инвесторами

Структура программ ADR на акции российских компаний

Уровень ADR	Количество программ	Удельный вес, %
I уровень	67	50%
II уровень	2	1%
III уровень	4	3%
IV уровень	62	46%
Всего	135	100%

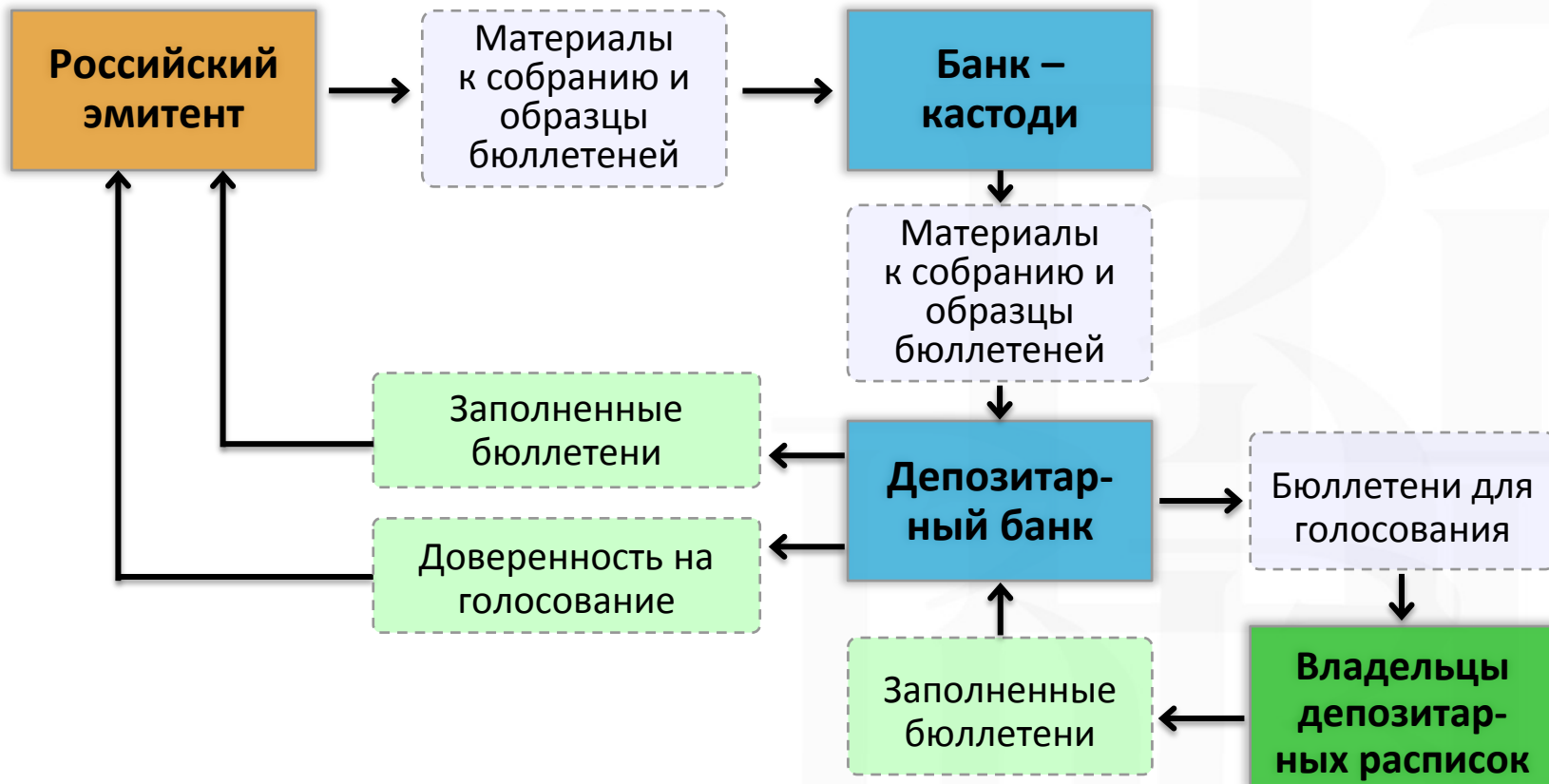
Вопросы для самопроверки

1. Дайте характеристику видам ADR.
2. В чем заключаются различия между спонсируемыми и неспонсируемыми ADR?
3. В чем заключаются сходство и различия между ADR первого уровня и ADR второго уровня ?
4. В чем заключаются сходство и различия между ADR третьего уровня и ADR четвертого уровня ?
5. ADR какого уровня допускаются к биржевой торговле?
6. Почему ADR четвертого уровня называют ограниченными ADR?

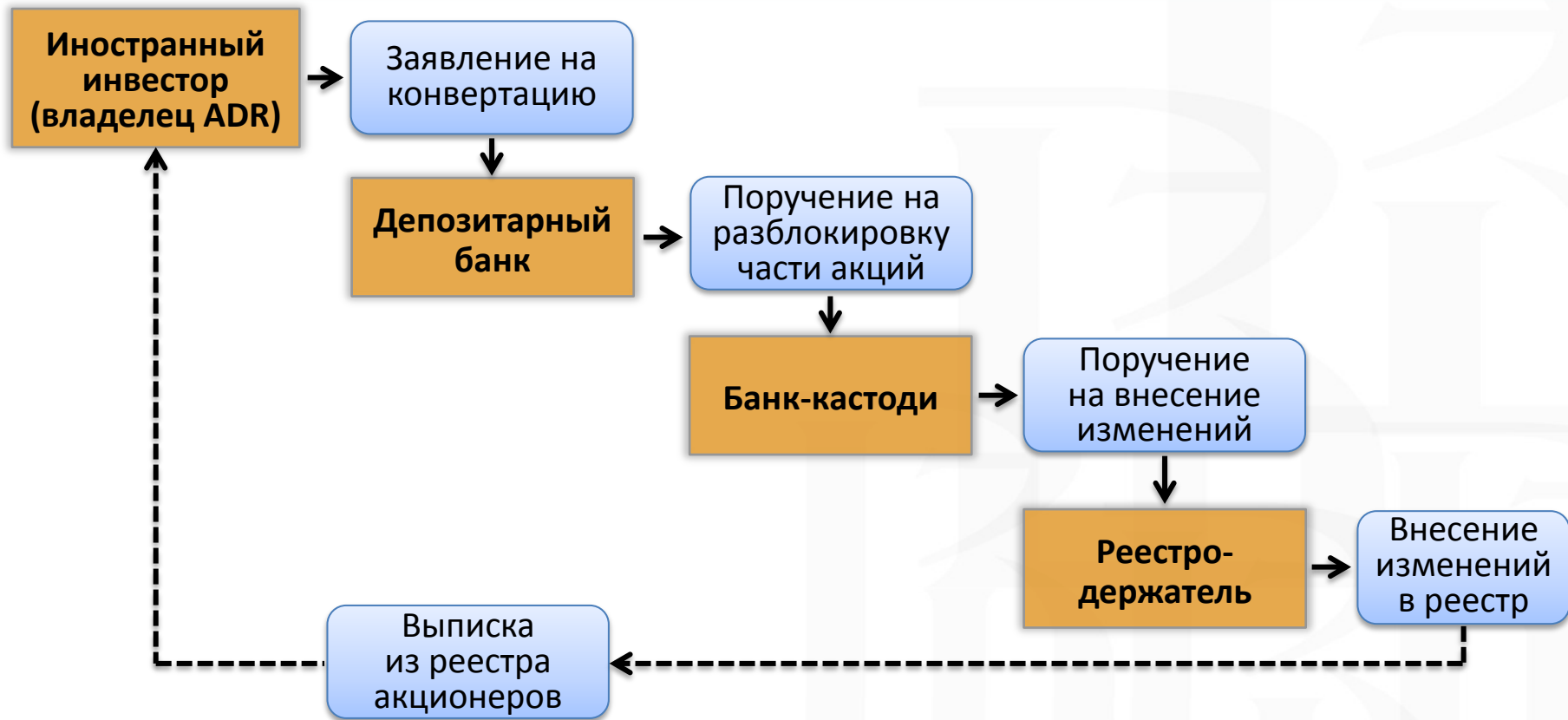
Владельцы депозитарных расписок имеют следующие права:

- **Право на получение дивидендов**
- **Право голоса на собрании акционеров**
- **Право на конвертацию депозитарных расписок в акции**

Процедура голосования владельцами депозитарных расписок



Механизм конвертации ADR в акции

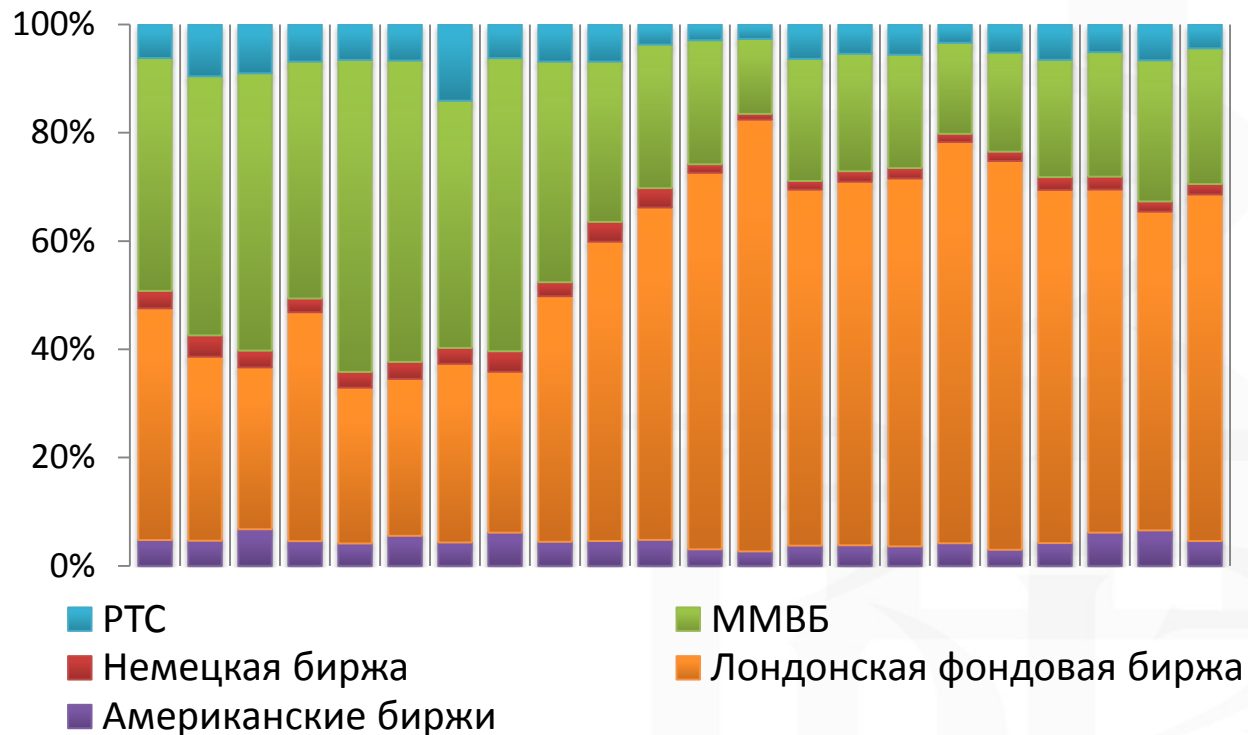


Обращение ADR

Владелец ADR имеет возможность продать их:

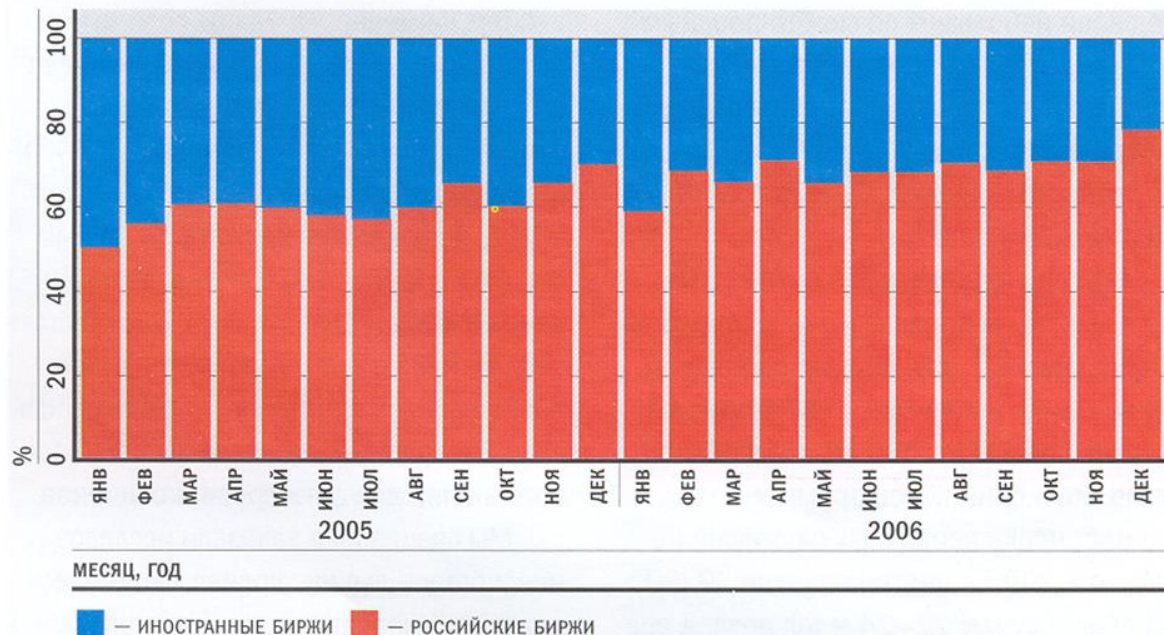
- 1 На американском рынке:**
 - ADR первого уровня – на внебиржевом рынке
 - ADR второго и третьего уровней – на бирже
 - ADR четвертого уровня – в системе NASDAQ
- 2 Путем конвертации ADR в акции и последующей продажи акций на российском рынке**

Динамика структуры биржевого оборота российских акций в 2003-2004 гг.



Динамика структуры биржевого оборота российских акций в 2005-2006 гг.

Объем торгов депозитарными расписками (АДР, ГДР) и акциями российских компаний, депозитарные расписки которых торговались на зарубежных биржах в 2005-2006 гг.



Вопросы для самопроверки

1. Какими правами акционеров обладают владельцы ADR?
2. Каким образом владельцы ADR реализуют свое право голоса на общем собрании акционеров?
3. Получают ли владельцы ADR дивиденды?
4. Где обращаются депозитарные расписки?
5. Каким образом владельцы ADR осуществляют конвертацию ADR в акции?



Спасибо за внимание!

101000, Россия, Москва, Мясницкая ул., д. 20
Тел.: (495) 621-7983, факс: (495) 628-7931
www.hse.ru