

Międzynarodowy rynek kwitów depozytowych

Ewelina Zarzycka

Wstęp

Poniższy artykuł ma na celu przedstawienie międzynarodowego rynku kwitów depozytowych, który rozwija się już od lat 20. ubiegłego stulecia, a obecnie przeżywa rozkwit. Giełdy, które zdecydowały się na wprowadzenie do swojej oferty kwitów depozytowych, mogą poszczycić się dynamicznym rozwojem. Wśród nich są giełdy: NYSE, NASDAQ, AMEX, London Stock Exchange oraz Luxemburg Stock Exchange.

Mimo że wymagania stawiane spółkom przez trzy pierwsze giełdy są stosunkowo wysokie, jednak prestiż, jaki daje notowanie na nich akcji, jest niewątpliwy. Mniejsze spółki mogą wykorzystać łagodniejsze wymogi np. giełdy berlińskiej, luksemburskiej lub frankfurckiej dla wykorzystania kwitów depozytowych w swej działalności gospodarczej. Coraz bardziej różnorodna jest również struktura geograficzna spółek emitujących kwity depozytowe. Już nie tylko spółki z Europy Zachodniej decydują się na wykorzystanie zalet tych papierów wartościowych, ale także spółki z Europy Wschodniej, Azji i Ameryki Południowej.

Stworzenie kwitów depozytowych jest odpowiedzią na poszukiwanie przez inwestorów nowych sposobów dywersyfikacji inwestycji oraz przekroczenia barier narodowych, które stoją przed podmiotami zainteresowanymi inwestycjami w zagraniczne papiery wartościowe. Nie bez znaczenia jest również wpływ kwitów depozytowych spółki na kształtowanie się kursów jej akcji. Warto więc zadać sobie pytanie, jaka jest przyszłość rynku kwitów depozytowych i jakie nowe korzyści może przynieść jego dalszy rozwój.

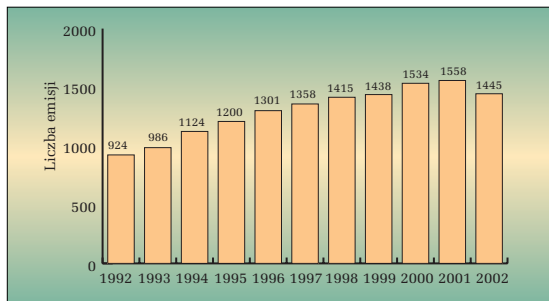
Historia i rozwój rynku kwitów depozytowych

Kwity depozytowe nie są produktem inżynierii finansowej, lecz instrumentem finansowym, który w 2002 r. obchodził siedemdziesięciopięcioletnie swojego istnienia. Pierwsze kwity depozytowe zostały wprowadzone przez JP Morgan w kwietniu 1927 r. Były to Amerykańskie Kwity Depozytowe ADR spółki U.K.'s Selfridges Provincial Stores Limited – znanej brytyjskiej sieci detalicznej notowanej na New York Curb Exchange (prekursorze American Stock Exchange).

Wprowadzenie kwitów depozytowych miało na celu ułatwienie obywatelom amerykańskim inwestowania w papiery wartościowe emitowane przez spółki spoza Stanów Zjednoczonych. Obywatele amerykańscy, zainteresowani takimi inwestycjami, zmuszeni byli bowiem dostosować się do przepisów obowiązujących w danym kraju (m.in. musieli mieć rachunki w bankach zagranicznych, płacić wysokie lokalne podatki, otrzymywać dywidendy w obcej walucie lub odbierać je osobiście). Kwity dawały inwestorowi amerykańskiemu nowe możliwości nieskomplikowanego inwestowania i korzystania ze wszystkich praw i korzyści, jakie wynikały z akcji. Dodatkowym atutem był fakt, że były papierem wartościowym w rozumieniu prawa amerykańskiego i podlegały regułom prawnym tego kraju. Nowe papiery wartościowe notowane były w dolarach amerykańskich; również dywidenda wypłacana była w dolarach amerykańskich, co chroniło przed ryzykiem kursowym.

Na początku lat 30. ubiegłego wieku dokonano pierwszej sponsorowanej emisji kwitów depozytowych; wszystkie poprzednie miały charakter emisji

Wykres 1 Całkowita liczba emisji kwitów depozytowych w latach 1992-2002

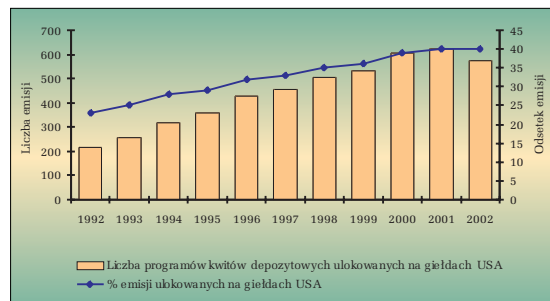


Źródło: *Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com.*

niesponsorowanych. Lata 30. i 40. dwudziestego wieku to okres zastoju w emisjach kwitów depozytowych, spowodowanego kryzysem gospodarczym, II wojną światową, a także surowymi regulacjami wprowadzonymi przez SEC (Security Exchange Commission). Uporządkowanie przez SEC przepisów i wymagań wobec kwitów depozytowych w latach 50. poprzedniego stulecia przyczyniło się do zwiększenia zainteresowania tą formą poszukiwania nowych inwestorów. Również od tego okresu zaczęły się pojawiać nowe formy kwitów depozytowych, takie jak Międzynarodowe Kwity Depozytowe, Europejskie Kwity Depozytowe (na brytyjskim rynku kapitałowym), Kontynentalne Kwity Depozytowe.

W latach 90. XX wieku nastąpił dynamiczny rozwój rynku kwitów depozytowych, głównie za sprawą jednego z najbardziej innowacyjnych banków depozytowych, którym jest Citibank. To właśnie Citibank wprowadził pierwszy program Globalnych Kwitów Depozytowych. Pozwala on spółce zbierać kapitał na dwóch rynkach kapitałowych: amerykańskim i np. na jednej z giełd europejskich. Wprowadzenie RADR (Restricted American Depository Receipts – Ograniczone Kwity Depozytowe) było możliwe dzięki uchwaleniu reguły 144A oraz Reguły S przez SEC. Również Citibank wprowadził pierwszy program *side-by-side*, który umożliwia przekształcenie programu RADR w program emisji Amerykańskich Kwitów Depozytowych. W latach 90. niezmiernie popularne stały się także konwersje niesponsorowanych programów kwitów depozytowych w sponsorowane. Dzięki wykorzystaniu kwitów depozytowych amerykańskie instytucje zdobyły szeroki dostęp do zagranicznych rynków kapitałowych. Największą popularnością w tym okresie cieszyły się programy kwitów depozytowych notowanych na giełdach, charakteryzujących się wysoką płynnością. Pod koniec lat 90. XX wieku utrzymała się tendencja do wzrostu wolumenu i wartości obrotu kwitami depozytowymi; w stosun-

Wykres 2 Liczba programów kwitów depozytowych notowanych na giełdach amerykańskich oraz odsetek emisji na tych giełdach w stosunku do całkowitej liczby programów w latach 1992-2002



Źródło: *Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com.*

ku do początku lat 90. wskaźniki te wzrosły 7,5-krotnie. W tym okresie notowano również rekordowe wyniki w zakresie zbierania kapitału poprzez emisję kwitów depozytowych.

Rozwój międzynarodowego rynku kwitów depozytowych

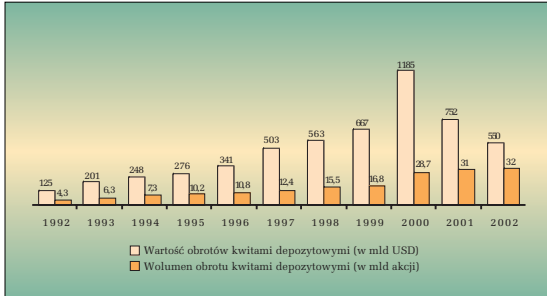
Z roku na rok zwiększa się w świecie liczba programów emisji kwitów depozytowych. Podczas gdy w 1992 r. było ich 924, to prawie dziesięć lat później ich liczba zwiększyła się o 60% do 1.558, co daje wzrost średnio o 70 emisji w ciągu roku. Wykres 1 przedstawia liczbę emisji kwitów depozytowych w latach 1992-2002.

Systematycznie rośnie również procent emisji kwitów lokowanych na rynku amerykańskim, w szczególności zaś na giełdzie Amex, NYSE oraz w systemie NASDAQ. W 1992 r. miejscem obrotu 23% wszystkich programów kwitów depozytowych były te właśnie rynki, podczas gdy w latach 2000-2002 odsetek ten wzrósł do niemal 40%. Przedstawia to wykres 2.

Po okresie dynamicznego wzrostu w latach 1999-2000 wartość obrotu kwitami depozytowymi na giełdach amerykańskich oraz w systemie NASDAQ wróciła w 2002 r. do poziomu sprzed okresu hossy i wyniosła 550 mld dolarów USD. Wolumen obrotu kwitami depozytowymi systematycznie rośnie od 1999 r. i w 2002 r. osiągnął poziom 32 miliardów kwitów depozytowych rocznie.

W 2002 r. największy udział w wolumenie obrotu miały kwity depozytowe spółek z Wielkiej Brytanii (15%), Holandii i Finlandii (11%), Tajwanu (9%), RPA (8%), Francji (7%). Pod względem wartości obrotu na pierwszym miejscu znalazły się ADR i GDR spółek z Wielkiej Brytanii (19%), Holandii (18%), Finlandii (10%), Francji (8%) i Meksyku (6%).

Wykres 3 Łączna wartość obrotu kwitami depozytowymi na giełdach amerykańskich oraz w systemie NASDAQ w latach 1992-2002 oraz wolumen obrotu kwitami depozytowymi



Źródło: Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com

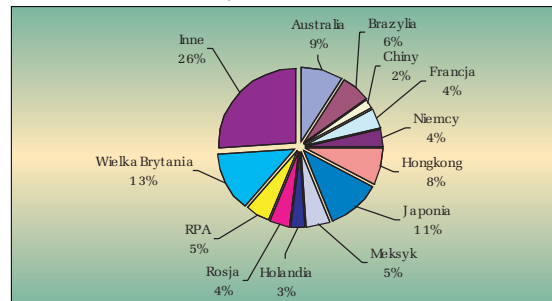
W lata 90. XX w. rocznie przybywało ponad 100 nowych sponsorowanych programów kwitów depozytowych (poza prywatnymi programami opartymi na regulacji S i 144A). Najwięcej programów (189) zorganizowano w 1994 oraz w 1995 r. (187). W 2002 r. przybyło ich jedynie 102, czyli o 16 mniej w porównaniu z rokiem poprzednim. W 2002 r. po 12% nowych programów przygotowały spółki z Rosji i Brazylii, a 10% firmy z Australii. Wykres 3 przedstawia wartość i wolumen obrotów kwitami depozytowymi na giełdach USA i systemie NASDAQ w latach 1992-2002.

Warto również zauważyć, że najwięcej spółek emitujących kwity depozytowe pochodzi z Europy. Spółki z Europy Środkowo-Wschodniej coraz chętniej wykorzystują kwity depozytowe w poszukiwaniu kapitału czy prywatyzacjach. W 2002 r. 48 nowych programów przygotowały spółki z regionu Azji i Pacyfiku. Wśród nich znalazły się China Telecom, Nissin z Japonii oraz Reliance Port i Reliance Utilities (Indie), Kookmin, Bank Korea, Tobacco & Ginseng z Korei. Europejskie spółki przygotowały 44 nowe programy: Altana (Niemcy), Coca-Cola Hellenic Bottling Company (Grecja), Sadedo Alliance (Francja). Przedsiębiorstwa z Ameryki Łacińskiej coraz częściej poszukują kapitału na giełdach Ameryki Północnej. W 2002 r. 24 nowe programy przygotowały m.in.: America Telecom, Corporacion GEO, Grupo Gomo (Meksyk), Banco Santander Chile oraz Banco di Chile (Chile).

Spółki z Wielkiej Brytanii, Japonii, Australii i Brazylii przygotowały najwięcej programów kwitów depozytowych. Wykres 4 ilustruje udział poszczególnych państw w emisjach kwitów depozytowych.

Pod względem wielkości obrotu akcjami największym zainteresowaniem cieszyły się kwity depozytowe następujących firm: Ericsson (wolumen obrotu około 4,5 mld akcji w 2002 r.), Nokia Corporation (3 mld akcji), Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (1,44 mld akcji) oraz Elan Corporation (1,2 mld akcji). Pod względem wartości obrotu kwitami depozytowymi w czołówce są m.in.: Ericsson Telephone (9,9 mld

Wykres 4 Struktura geograficzna wszystkich programów kwitów depozytowych (dane za czerwiec 2002 r.)



Źródło: Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com

USD), Nokia Corporation (52,782 mld USD), Vodafone AirTouch plc (14,8 miliardów USA), BP Amoco (28,6 mld USD), Telefonos de Mexico S.A. (13,9 mld USD) oraz Royal Dutch Petroleum Company (50,7 mld USD)¹.

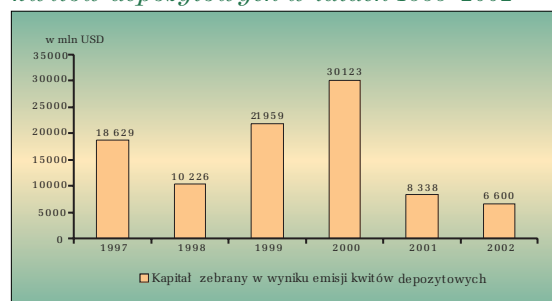
W 2002 r. 33 spółki z 14 krajów zebrały ponad 6,6 mld USD kapitału dzięki emisjom kwitów depozytowych. Jest to najmniejsza kwota w ciągu ostatniej dekady i zdecydowanie niższa od rekordowego kapitału zebranego w 2000 r., wynoszącego 30 mld USD. Chris Sturdy, prezes The Banks's International Marketing Division podkreśla, że chociaż dane na temat kapitału zebranego w 2002 r. rozczarowują, jednak wyjątkowo dużo rządów i spółek oczekuje na rozpoczęcie emisji kwitów depozytowych, gdy tylko poprawią się warunki rynkowe². Dane dotyczące kapitału zebranego dzięki programom kwitów depozytowych w latach 1997-2002 przedstawia wykres 5.

W 2001 r. najwięcej kapitału zebrały spółki z rozwijających się państw Azji (65% zebranego kapitału, Ameryki Łacińskiej (18%) oraz Europy Zachodniej

¹ Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com.

² The year in review, DR capital raised. Materiały The Bank of New York, www.adrbny.com

Wykres 5 Kapitał zebrany w wyniku emisji kwitów depozytowych w latach 1999-2002



Źródło: Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com

(16%). Na pozostałe kontynenty przypada 1%. Dominowały spółki z branży nowoczesnych technologii, mediów i telekomunikacji (Ericsson, Nokia, Taiwan Semiconductor Manufacturing). To właśnie one zebrały 54% kapitału pozyskanego w wyniku programów ADR. W 2002 r. dzięki kwitom depozytowym sprywatyzowano China Telecom oraz SABESP, Companhia Vale do Rio Doce oraz Lukoil. Znacząca fuzja przeprowadzona dzięki programowi kwitów depozytowych to połączenie National Grid Group oraz Niagara Mohawk Holdings Inc. o wartości ponad 3 mld USD.

Giełdy kwitów depozytowych

Oprócz warunków narzuconych przez krajowe i zagraniczne komisje papierów wartościowych, emitenci kwitów depozytowych muszą spełniać warunki giełdy papierów wartościowych, która jest miejscem obrotu kwitami depozytowymi. Najbardziej surowe reguły obowiązują na New York Stock Exchange, na której notowane są spółki - giganty. Z Europy Środkowo-Wschodniej zadebiutowały tam dotychczas spółki Matav z Węgier oraz Vimpel Communication z Rosji. NYSE zaproponowała emitentom kwitów depozytowych dwa standardy kwalifikacyjne: Domestic Listing Standard (zbliżone do wymogów stawianych spółkom amerykańskim) oraz Alternate Listing Standards for Non-US Companies (wyłącznie dla spółek zagranicznych). Poniżej przedstawiono minimalne wymogi dla powyższych standardów³:

1. Domestic Original Listing Standards:
 - liczba akcjonariuszy: 2.000 posiadających przynajmniej 100 akcji,
 - liczba akcji w publicznym obrocie: 1,1 mln,
 - wartość rynkowa akcji w publicznym obrocie: 100 mln USD,
 - wielkość zysku przed opodatkowaniem: 2,5 mln USD w ostatnim roku oraz 2 mln USD za każdy z dwóch poprzednich lat.
2. Alternate Listing Standards for Non-US Companies:
 - liczba akcjonariuszy: 5.000 na całym świecie, posiadających co najmniej 100 akcji,
 - liczba akcji w publicznym obrocie: 2,5 mln na całym świecie,
 - wartość rynkowa akcji w publicznym obrocie: 100 mln USD,
 - wielkość zysku przed opodatkowaniem: 100 mln USD w ciągu ostatnich 3 lat, nie mniej niż 25 mln USD rocznie.

Dodatkowym czynnikiem zniechęcającym do emisji na NYSE są opłaty pobierane przez tę giełdę. Mogą

się one wahać w przypadku opłaty wstępnej od 150.000 do 250.000 USD, a w przypadku opłaty rocznej od 35.000 do 500.000 USD zależnie od wielkości emisji.

NASDAQ, zwany również giełdą elektroniczną, składa się z dwóch parkietów: National Market, który przeznaczony jest dla większych spółek, oraz SmallCap Market, przeznaczonego dla spółek mniejszych, będących we wczesnym stadium rozwoju. Poniżej przedstawiono niektóre kryteria dopuszczenia spółki obowiązujące na każdym z tych rynków⁴.

1. National Market:

- minimum 400 akcjonariuszy i trzech market makers,
- liczba akcji w obrocie publicznym: 1,1 mln, minimalna cena akcji 5 USD,
- zysk przed opodatkowaniem: minimum 1 mln USD w ostatnim roku lub za dwa lata z trzech ostatnich lat,
- wartość akcji w publicznym obrocie: 15 mln USD.

2. SmallCap Market:

- wartość akcji w publicznym obrocie: przynajmniej 5 mln USD,
- zysk netto: 750 tys. USD w poprzednim roku lub za dwa z trzech ostatnich lat,
- minimum 300 akcjonariuszy oraz trzech market makers, minimalna cena akcji: 4 USD.

Emitent musi się liczyć z opłatami wstępnymi w wysokości od 50 tys. do 150 tys. USD oraz rocznymi od 10 tys. do 30 tys. USD w zależności od liczby emitowanych ADR.

Liderem w dziedzinie obrotu kwitami depozytowymi są giełdy NYSE oraz NASDAQ. Jednak to NYSE jest na pierwszym miejscu pod względem wielkości oraz wartości obrotu kwitami depozytowymi. Od 2000 r. wolumen obrotu kwitami depozytowymi na NASDAQ utrzymuje się na stałym poziomie około 10 mld sztuk rocznie, podczas gdy na NYSE odnotowano wzrost z 18 mld sztuk w 2000 r. do 22,9 mld rocznie w 2002 r.

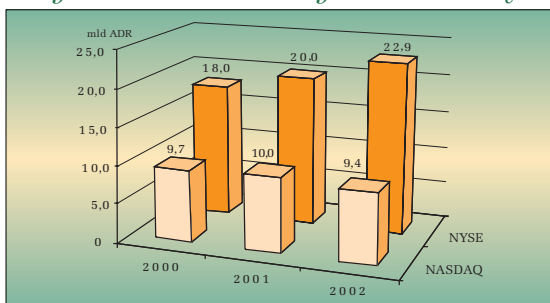
Wolumen obrotu ma tendencję do utrzymywania się na niezmiennym poziomie lub wzroście. Tymczasem wartość obrotów na obu giełdach spadła od 2000 r. NASDAQ zanotował spadek z 290,1 mld USD w 2000 r. do 78,6 mld USD w 2002 r. Na NYSE wartość obrotów kwitami depozytowymi spadła z 807 mld USD w 2000 r. do 471,7 mld USD w 2002 r.⁵ Wykresy 6 i 7 przedstawiają wolumen oraz wartość obrotu kwitami depozytowymi na NYSE oraz w systemie NASDAQ.

W przypadku American Stock Exchange regulacje i opłaty są nieco łagodniejsze i niższe niż w przypadku NYSE. Również tu przewidziane zostały dwie kategorie kwalifikacyjne: Regular Listing Requirements oraz Alternate Listing Requirements, które spełnia kilka spółek z warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

³ Listing Requirements NYSE. Materiały informacyjne Citibanku. www.citibank.com, dane z czerwca 2003 r.

⁴ Materiały informacyjne NASDAQ. www.nasdaq.com, stan na czerwiec 2003 r. ⁵ Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com.

Wykres 6 Wielkość obrotu kwitami depozytowymi na NYSE oraz w systemie NASDAQ



Źródło: *Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services. Materiały The Bank of New York, www.bny.com*

Poniżej wymienione zostały minimalne warunki przewidziane przez te kategorie⁶:

Liczba akcjonariuszy dla RLR i ARL to: 800 akcjonariuszy i 500.000 akcji w publicznym obrocie lub 400 akcjonariuszy i milion akcji bądź 400 akcjonariuszy i 500.000 akcji ze średnim dziennym wolumenem obrotu w ciągu ostatnich 6 miesięcy wynoszącym 2.000 akcji.

- Wartość rynkowa akcji w publicznym obrocie: dla RLR – 3 mln USD przy minimalnej cenie akcji 3 USD; dla ALR – 15 mln USD przy minimalnej cenie akcji 3 USD.

- Wielkość zysku przed opodatkowaniem: dla RLR oraz ARL – 750 tys. USD w ostatnim roku lub w ciągu dwóch z trzech ostatnich lat.

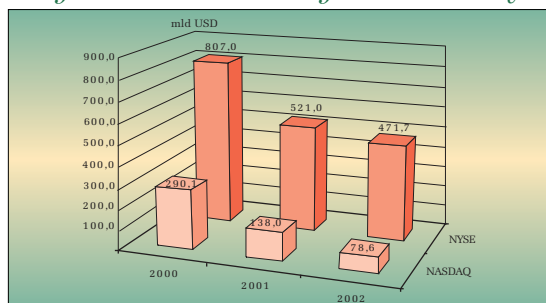
Opłata wstępna waha się od 17.500 USD za mniej niż 5 mln akcji do 32.500 USD za więcej niż 50 mln akcji. Opłata roczna wynosi od 15.000 USD za mniej niż 5 mln akcji do 30.000 USD za więcej niż 50 mln akcji.

Londyńska Giełda Papierów Wartościowych jest największym rynkiem Globalnych Kwitów Depozytowych, przewyższającym NYSE pod względem udziału obrotów i kapitalizacji spółek zagranicznych w obrotach i kapitalizacji ogółem. Dodatkowo na tej giełdzie dokonuje się obrotu Amerykańskimi Kwitami Depozytowymi (ADR) oraz Euro Depository Receipts (EDR) denominowanymi w euro.

Po raz pierwszy LSE wprowadziła EDR w grudniu 1998 r. jako propozycję dla spółek z krajów rozwijających się. Jej celem było zebranie kapitału w euro na jednym z największych poza USA rynków kapitałowych lub nawiązanie kontaktu z inwestorami i klientami europejskimi. Obrót kwitami depozytowymi oraz ich emisja mogą być dokonywane w dwóch grupach: Professional DRs, przeznaczonej dla inwestorów instytucjonalnych, oraz Retail DRs, przeznaczonej dla inwestorów indywidualnych i w związku z tym charakteryzującej się większymi wymaganiami wobec spółki emitenta. Ponad sto firm z całego świata zdecydowało się

⁶ The ADR Reference Guide. Appendix G: U.S. listing requirements. Materiały JP Morgan, s. 66, www.adr.com.

Wykres 7 Wartość obrotu kwitami depozytowymi na NYSE oraz w systemie NASDAQ



Źródło: *Depository Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services, Materiały The Bank of New York, www.bny.com*

na emisję kwitów depozytowych na LSE. Najważniejsze wymogi stawiane przez LSE emitentom kwitów są następujące⁷:

- Spółkę musi reprezentować tzw. agent notowań, najczęściej bank inwestycyjny, broker, firma prawnicza lub praktycy księgowi. Agent notowań ma określone kwalifikacje i jest łącznikiem między spółką a UKLA (United Kingdom Legal Authority – odpowiednik Komisji Papierów Wartościowych i Giełd) podczas procesu emisji.

- Minimalna rynkowa wartość kwitów wynosi 700 tys. funtów szterlingów.

- Przynajmniej 25% kwitów depozytowych musi być przedmiotem publicznej oferty.

- Akcje muszą zostać zdeponowane w akceptowanym przez UK Listing Authority banku depozytowym.

- Emitent musi prowadzić spółkę co najmniej przez trzy lata.

Emitent jest zobligowany do sporządzenia prospektu emisyjnego zgodnego z regułami UKLA, a także do dostarczania rocznych, półrocznych oraz bieżących informacji.

Drugą giełdą najczęściej wybieraną przez emitentów kwitów depozytowych jest giełda w Luksemburgu. Do 2002 r. wyemitowało na niej kwity depozytowe 136 spółek z 22 państw. Najwięcej, aż 56 spółek, pochodziło z Indii, 27 z Tajwanu, a 15 z Korei Południowej. Pod względem kapitalizacji rynkowej na pierwszym miejscu znalazły się spółki z Korei (3.388 mln EUR), Węgier (1.997 mln EUR), Indii (1.994 mln EUR). Polska zamyka listę z kapitalizacją 0,2 mln EUR oraz jedną spółką notowaną. Tabela 1 przedstawia strukturę geograficzną kwitów depozytowych na giełdzie w Luksemburgu.

Największą wartość obrotu w 2002 r. miały kwity depozytowe Hyundai Motor – 2,45 mln EUR, a wolumen obrotu osiągnął 409,334 tys. kwitów depozytowych. Na drugim miejscu znalazły się kwity depozytowe Sun Interbrew z Jersey z wolumenem obrotu 323,970 tys. i wartością obrotu 1,87 mln EUR.

⁷ Listing Requirements - London Stock Exchange. www.citibank.com, dane z grudnia 2002 r.

Tabela 1 *Struktura geograficzna kwitów depozytowych notowanych na giełdzie w Luksemburgu*

Kraj pochodzenia	Liczba wyemitowanych kwitów depozytowych	%	Kapitalizacja rynkowa (w mln EUR)
Argentyna	3	2,2	738,7
Brazylia	3	2,2	438,4
Kolumbia	2	1,5	4,1
Egipt	1	0,7	2,2
Hongkong	1	0,7	112,5
Węgry	4	3	1997,2
Indie	56	41,2	1944,3
Indonezja	1	0,7	0,3
Korea Płd.	16	11,8	3388,3
Liban	2	1,5	66,9
Pakistan	1	0,7	208,9
Filipiny	5	3,7	40,2
Polska	1	0,7	0,2
Singapur	1	0,7	721,2
Słowacja	2	1,5	78,1
RPA	3	2,2	130,7
Sri Lanka	1	0,7	3,2
Tajwan	27	19,9	1599,9
Tajlandia	2	1,5	1,6
Turcja	2	1,5	158,1
Wenezuela	1	0,7	0,3
Razem	136	100%	11.763

Źródło: FactBook 2003. Materiały informacyjne giełdy w Luksemburgu, www.bourse.lu.

Ponieważ giełdy w Londynie i Luksemburgu podlegają dyrektywie Unii Europejskiej dotyczącej notowań kwitów depozytowych, regulacje na tych giełdach są podobne. Spółka zainteresowana emisją kwitów depozytowych składa wniosek o dopuszczenie jej do obrotu, dołączając szkic prospektu emisyjnego, dodatkowe informacje nieuwzględnione w prospekcie oraz dokumenty potwierdzające przedstawione informacje.

Prospekt emisyjny, który musi przygotować spółka, jest dokładnie opisany w regulacjach Grand-Ducal z 28 grudnia 1990 r. i powinien zostać wydrukowany nie później niż dzień przed pierwszym notowaniem. W przygotowaniach do emisji kwitów depozytowych uczestniczy agent notowań, czyli jeden z banków luksemburskich lub oddział banku zagranicznego w Luksemburgu. Jest on łącznikiem między giełdą a emitentem, dostarcza władzom informacji, wymaganych przez regulacje dotyczące emisji na rynku giełdowym oraz przygotowuje oświadczenia dla prasy. Dodatkowo agent notowań przygotowuje prawne zawiadomienie wymagane przez prawo Luksemburga dotyczące spółek i rejestruje je w Sądzie Okręgowym w Luksemburgu. Nieco odmienna w Londynie i Luksemburgu jest również minimalna wartość rynkowa kwitów będących przedmiotem obrotu.

Inwestorzy coraz częściej poszukują alternatywnych metod inwestowania i dlatego coraz śmielej sięgają po kwity depozytowe. Liderami są inwestorzy amerykańscy, którzy coraz częściej wybierają ADR lub akcje zagranicznych firm tworząc swój portfel inwestycyjny. Od początku lat 80. inwestycje amerykańskich inwestorów w ADR i zagraniczne akcje zwiększyły się o 100-krotnie: do 1,5 bln USD, i w 2002 r. stanowiły 10% całego portfela.

Także inwestorzy instytucjonalni mają kwity depozytowe w swoich portfelach. W tworzeniu swojego portfela inwestycji kierują się wieloma przesłankami. Jedną z nich jest określany przez instytucję nadzorującą inwestorów instytucjonalnych udział zagranicznych akcji w portfelu. Ponieważ zaangażowanie w zagraniczne aktywa może być ograniczane, alternatywą są kwity depozytowe. Bez wątplenia zaletą kwitów depozytowych jest ich płynność. Jeżeli ich ilość na rynku jest niewystarczająca, inwestor może zwrócić się do firmy brokerskiej o emisję kwitów na bazie skupionych akcji.

W wielu krajach istnieją ponadto regulacje utrudniające nabywanie praw własności przez inwestorów zagranicznych (np. Korea Południowa, Tajwan, India), niebezpieczne procedury dotyczące uregulowań płatności (Egipt, Pakistan), kontrole przepływu kapitału (Malezja), trudności ze zwrotem lokalnych podatków

Tabela 2 Czołowi inwestorzy instytucjonalni posiadający kwity depozytowe w swoich portfelach (stan na styczeń 2003 r.)

Inwestor instytucjonalny	Wartość kwitów depozytowych (w mld USD)	Całkowita wartość portfela	ADR jako procent w wartości portfela
Brandes Investment Partners	19,2	35,0	64,9
Fidelity Management&Research	12,5	461,5	2,6
Capital Research&Management	11,7	234,0	5,0
Smith Barney Asset Management	11,0	152,8	7,2
Lazard Asset Management	7,5	24,4	30,8
State Street Global Advisors	7,5	340,9	2,2
Putnam Investment Management	6,9	181,6	3,8
Janus Capital Cor.	6,7	111,6	6,0
Capital International Inc.	6,6	12,2	54,0
Wellinton Mangement Co.	6,6	169,2	3,9
Razem	96,0		

Źródło: The ADR Reference Guide 2002/2003 za: SEC 13-filings 1Q2002. Materiały informacyjne JP Morgan., www.adr.com.

(Włochy), transfery podatków związane z nabyciem lokalnych akcji (Brazylia, Wielka Brytania, Japonia). Jest więc oczywiste, że inwestorzy wolą inwestycje w kwity depozytowe umożliwiające wygodne rozliczenia w dolarach lub euro, bezpieczne procedury dotyczące płatności oraz rozwiązania pozwalające na uniknięcie taryf i podatków. Tabela 2 przedstawia listę największych inwestorów instytucjonalnych posiadających ADR w swoim portfelach.

Ze względu na zainteresowanie kwitami depozytowymi inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych nie tylko w USA, a także wykorzystanie ADR w fuzjach i przejęciach, prywatyzacji oraz pozyskiwaniu kapitału przez spółki prognozy dla tego instrumentu są korzystne. Dodatkowo Internet oraz szybki rozwój technik komunikacji przyczyniają się do zwiększenia efektywności i płynności kwitów depozytowych.

Bibliografia

1. Admission and annual fees. April 2002. Materiały informacyjne London Stock Exchange. www.londonstockexchange.com
2. Depositary Receipts. 2002 Half-Year Market Review. Global Investor and Issuer Services, Materiały The Bank of New York, www.bny.com
3. FactBook 2003. Materiały informacyjne giełdy w Luksemburgu. www.bourse.lu
4. Listing Requirements - London Stock Exchange. www.citibank.com, dane z grudnia 2002 r.
5. Listing Requirements – Luxembourg Stock Exchange. www.citibank.com, dane z grudnia 2002 r.
6. Listing Requirements NYSE. Materiały informacyjne Citibanku. www.citibank.com, dane z czerwca 2003 r.
7. Materiały informacyjne Deutsche Bank, ADR Bulletin. American Depositary Receipts Outperform in Bear Market. www.bd.com
8. Materiały informacyjne NASDAQ, www.nasdaq.com, stan na czerwiec 2003 r.
9. "The ADR Investor". A monthly newsletter focusing on international investing. January 2003. www.adrbny.com
10. The ADR Reference Guide 2002/2003. Materiały informacyjne JP Morgan, www.adr.com
11. The ADR Reference Guide. Appendix G: U.S. listing requirements. Materiały JP Morgan, s.66, www.adr.com
12. The year in review, DR capital raised, Materiały The Bank of New York, www.adrbny.com