

ЧИ ЛЕГКО ПОТРАПИТИ НА ФОНДОВИЙ РИНОК США?

Тетяна Качаліна

Заступник генерального директора компанії "Лінія права"

В компанії "Лінія права" працює з березня 2000 р. і спеціалізується в галузі корпоративного права, злиття та поглинання, проектного фінансування і ринку цінних паперів. До цього, в 1996–2000 рр., працювала юристом ЗАТ "Інвестиційна компанія "Горизонт" (дочірньої компанії і фінансового консультанта ВАТ "Газпром"). Брала участь у підготовці придбання іноземним інвестором крупного пакету акцій ВАТ "Газпром", в розробці регламенту роботи Федерального боргового центру та схеми реалізації проекту "Фонду прямих інвестицій" (ВАТ "Газпром").



Олексій Мозжухов

Юрист компанії "Лінія права"

Юристом компанії "Лінія права" працює з травня 2003 р. і спеціалізується в галузі корпоративного права, злиття та поглинання, проектного фінансування, ринку цінних паперів та ІТ. До цього, в 1999–2002 рр., працював провідним юристом міжнародної компанії, яка спеціалізується в галузі розробки і реалізації програмних рішень для операторів зв'язку. У 2002–2003 рр. працював у міжнародній юридичній фірмі, в якій здійснював консультування ЄБРР, крупного міжнародного медіа-холдингу та проводив юридичну експертизу проектів, готував юридичні висновки.



Вихід компанії на зарубіжний ринок IPO знаменує собою якісно новий етап її розвитку. Як правило, таке рішення приймають підприємства, які усвідомлюють свій високий потенціал і відчують потребу в якісних фінансових ресурсах.

При первинному розміщенні акцій перед компанією постає питання: на якому ринку краще його проводити? Один з найперспективніших варіантів — випуск американських депозитарних розписок (ADR). Але, зробивши вибір на їх користь, емітент стикнеться з рядом жорстких вимог законодавства США.

Вихід компанії на зарубіжний ринок IPO знаменує собою якісно новий етап її розвитку. Як правило, таке рішення приймають підприємства, які усвідомлюють свій високий потенціал і відчують потребу в якісних фінансових ресурсах.

Однак публічність передбачає максимальну прозорість емітента і розкриття значного обсягу інформації. Крім того, для реалізації своїх планів компанії знадобляться серйозні фінансові ресурси. Підготовка до IPO потребує радикальної реструктуризації компанії і, в більшості випадків, підготовки зві-

ності відповідно до вимог GAAP. Як правило, така підготовка займає від шести місяців до кількох років, а витрати на неї можуть досягати до 20 відсотків від загального обсягу залучених коштів.

Таким чином, вихід на IPO буде для компанії нелегким рішенням. Разом з тим обсяги коштів, що залучені російськими емітентами за програмами IPO останніх років, змушують їх нехтувати труднощами. Успішне IPO дає компанії й ряд інших значимих вигод — вона підвищує свою капіталізацію і оптимізує корпоративну структуру. Крім того, компанія стає відомою на міжнародних ринках та отримує гарну кредитну історію.

■ ЩО TAKE ADR

З точки зору обсягу інвестицій, найбільш привабливим для емітентів Росії, України й інших держав колишнього СРСР залишається американський ринок. Та, водночас, він пред'являє найбільшу кількість вимог до емітента. Зарубіжні компанії повинні відповіда-

Юридична фірма
"Лінія права" —
<http://lp.ru/index.htm>

ти вимогам Комісії США з цінних паперів і фондових бірж (SEC), правилам біржі і положенням закону US Sarbanes-Oxley Act 2002 (закону Сарбейнса-Окслі, що був прийнятий у 2002 році після серії гучних корпоративних скандалів у США). Разом з тим ринок США передбачає залучення великого кола крупних інвесторів і значний обсяг інвестицій.

Акції іноземних емітентів знаходяться в обігу на ринку США у формі американських депозитарних розписок — *American Depositary Receipts (ADR)*, що номіновані в долари. ADR підтверджує право власності американського держателя на акції іноземного емітента, депоновані в американському банку. Одна розписка може підтверджувати право власності на декілька акцій емітента.

В програмі ADR беруть участь два банки: американський банк-депозитарій і його кореспондент — банк-кастодіан країни емітента, який діє відповідно до її законодавства. Банк-кастодіан є номінальним держателем акцій, які депонує в ньому емітент. Він дає вказівку банку-депозитарію випустити ADR на весь обсяг депонованих акцій. Банк-депозитарій забезпечує випуск ADR на акції емітента, депоновані у банку-кастодіані, а андеррайтери розміщують ADR на американському ринку.

■ ВИБІР ШИРОКИЙ

Програми ADR можуть бути *спонсорованими* (ініційованими емітентом) або *неспонсорованими* (ініційованими акціонером, який продає акції). Неспонсоровані програми ADR зустрічаються відносно рідко.

Існує чотири види ADR, які відрізняються між собою за строгістю вимог, що пред'являються законодавством США до випуску цінних папе-

ку, тому компанії не потрібно проходити лістинг (спеціальні процедури для допуску її цінних паперів для обігу на біржі). ADR першого рівня торгуються також в електронній системі торгів.

Взагалі вимоги законодавства до випуску депозитарних розписок цього рівня найменші. Зокрема, звітність емітента може бути складена за стандартами країни походження компанії (але перекладена на англійську мову). Таким чином, основною вимогою SEC до емітента в рамках ADR першого рівня є дотримання ним законодавства своєї країни.

Таблиця 1. Деякі найбільші російські емітенти ADR

Компанія	Рік	Залучено, млн. дол.	Тип ADR
1. Мечел	2004	291,4	Level III (NYSE)
2. Вімм-Біль-Данн	2002	207,0	Level III (NYSE)
3. МТС	2000	305,0	Level III (NYSE)
4. Ростелеком	1997	16,7	Level II (NYSE)
5. Газпром	1996	429,0	Правило 144A/Reg S
6. Вимпелком	1996	127,4	Level III (NYSE)
7. Татнафта	1996	120,4	Правило 144A/Reg S
8. Мосенерго	1995	22,5	Правило 144A/Reg S

Депозитарні розписки першого рівня випускаються лише на акції, що знаходяться в обігу на вторинному ринку країни емітента. Вартість програми ADR першого рівня порівняно невелика — від 20.000 до 50.000 доларів США. Однак надійність цих розписок вважається невисокою, тому вони не завжди є привабливим інструментом для стабільних інвестицій. У кількісному відношенні більшість програм ADR припадає на розписки першого рівня, однак у грошовому виразі вони займають не більше 5 відсотків всього ринку ADR. Програма ADR першого рівня може бути згодом підвищена до другого і третього рівнів.

З точки зору обсягу інвестицій, найбільш привабливим для емітентів Росії, України й інших держав колишнього СРСР залишається американський ринок. Та, водночас, він пред'являє найбільшу кількість вимог до емітента.

Існує чотири види ADR, які відрізняються між собою за строгістю вимог, що пред'являються законодавством США до випуску цінних паперів. Відповідно, чим менш "вимогливий" випуск, тим меншим є обсяг інвестицій, на які може розраховувати емітент.



рів. Відповідно, чим менш "вимогливий" випуск, тим меншим є обсяг інвестицій, на які може розраховувати емітент.

Програма ADR першого рівня представляє собою найпростіший спосіб виходу на американський ринок. Вона передбачає обіг депозитарних розписок на позабіржовому рин-

■ ЧИМ ВИГІДНІШЕ, ТИМ СКЛАДНІШЕ

До програми ADR другого рівня Комісія США з цінних паперів і фондових бірж пред'являє більш жорсткі вимоги. Фінансова звітність емітента за три останні роки повинна, по суті, відповідати вимогам US GAAP. Під час реєстрації випуску від

емітента вимагається надати дві спеціальні реєстраційні форми. Крім того, він повинен буде представляти свої річні і проміжні звіти.

Депозитарні розписки другого рівня знаходяться в обігу на трьох основних фондових майданчиках США. Це — Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Американська фондова біржа (AMEX) і NASDAQ — електронна система торгівлі акціями високотехнологічних компаній. Вартість програми ADR другого рівня складає від 200.000 до 500.000 доларів.

Ще одним видом американських депозитарних розписок є *ADR “за правилом 144A”*. Такі розписки використовуються при приватних розміщеннях і не вимагають реєстрації в SEC. Програма ADR цього рівня передбачає обіг розписок протягом двох років серед крупних інституційних інвесторів. Це можуть бути банки, страхові або інвестиційні компанії. Ця програма по-

пулярна серед іноземних емітентів, оскільки передбачає мінімальні вимоги під час реєстрації і поданні звітності. ADR “за правилом 144A” обертаються в електронній системі PORTAL. Витрати на реалізацію цієї програми складають від 100.000 до 400.000 доларів США.

ADR третього рівня готуються для акцій нового випуску. Вимоги до цієї програми є найбільш серйозними. Під час її реєстрації емітент, крім форм, передбачених програмою другого рівня, представляє ще один документ — проспект емісії. У ньому, зокрема, мають бути відомості про план розміщення акцій, використання інвестицій, фактори ризику, співвідношення прибутку і фіксованих витрат та ін. Фінансова звітність емітента повинна бути складена повністю відповідно до вимог US GAAP. ADR третього рівня котируються на NYSE, AMEX і в системі NASDAQ. Вартість програми ADR третього рівня складає від 300.000 до 500.000 доларів США.

ГЛОСАРІЙ

Капіталізація — оцінка вартості підприємства, земельної ділянки, цінних паперів та іншого майна, шляхом розрахунку наведеної суми очікуваних доходів, взятої за весь період їх очікуваного використання.

Комфортний лист (*лист про наміри*) — попередня угода між андеррайтером і емітентом, що містить умови, котрі ввійдуть у фактичну угоду про андеррайтинг. Після підписання листа емітент не має можливості найняти іншого андеррайтера і уповноважує андеррайтера нести витрати, що пов'язані з передбачуваним продажем цінних паперів.

Лістинг — сукупність процедур з допуску цінних паперів до обігу на фондовій біржі в порядку, що затверджений організаторами торгівлі.

Меморандум розміщення (*інвестиційний меморандум*) — документ, в якому наводяться дані про випуск і розміщення цінних паперів.

Метод “твердих зобов'язань” (*Firm Commitment*) — один з найбільш поширених методів проведення IPO, згідно з правилами якого андеррайтер викуповує всю емісію акцій у компанії-емітента, а тоді намагається перепродати цінні папери інвесторам.

Проспект емісії (*брошура*) — офіційний юридичний документ про випуск цінних паперів. У проспекті описується план створюваного ділового підприємства та інформація про емітента. Проспект адресується потенційним інвесторам для прийняття інвестиційного рішення. Зазвичай проспект випускається у вигляді брошури.

Попередній план емісії (*жарг. — “копчений оселедець”*) — документ, який розповсюджується серед членів синдикату андеррайтерів для наступного поширення серед потенційних інвесторів. На обкладинці цього проспекту є зроблений червоними чорнилами напис, який зазначає, що реєстраційний документ ще не вступив у силу. До попереднього проспекту емісії не входять ціна пропозиції та купон нового випуску.

Ринкова капіталізація — вартість цінного паперу, встановлена на фондовій біржі.

Фондова біржа — організований і регулярно функціонуючий ринок з купівлі-продажу цінних паперів: акцій, облігацій та ін. Фондова біржа мобілізує і перерозподіляє тимчасово вільні грошові кошти між компаніями, галузями господарства та іншими сферами застосування, встановлює ринкову вартість цінних паперів.