
ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА ИНОСТРАННЫМИ КОМПАНИЯМИ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА США

Андрей Валерьевич Лукашов



Независимый консультант, специалист в области корпоративных финансов, прогнозирования и ценообразования. Окончил Высшую школу бизнеса Чикагского университета со степенью магистра бизнес-администрации (MBA) по специализации в аналитических финансах, финансовом менеджменте и маркетинге. Работал в ряде консалтинговых компаний в США и России, консультировал компании Motorola, Sears, United Airlines, Bosch, Associates First Capital, OY Teboil AB, преподавал в ГУ-ВШЭ на факультете менеджмента и др. Автор ряда научных публикаций и семинаров.
(Москва)

Аннотация

Рынки капитала США крупнейшие в мире. Американские пенсионные фонды вместе со страховыми компаниями являются самыми большими источниками долгосрочных капиталов. Однако американские розничные инвесторы весьма консервативны и предпочитают инвестировать в ценные бумаги компаний, чьи акции торгуются на местных биржах. Многие институциональные инвесторы имеют жесткие ограничения на инвестиции в иностранные ценные бумаги. Поэтому лучшим способом для иностранных, в том числе российских, компаний привлечь американские капиталы является выход на американские рынки в соответствии с привычными для американских инвесторов категориями ценных бумаг, регулируемых нормами законодательства США. В статье мы рассматриваем основные положения законодательства США по ценным бумагам и условия листинга на основных биржах США. Затем мы подробно освещаем структуру и динамику развития рынка американских депозитарных расписок (ADR), рынка публичных облигаций «Янки», а также рынок частных размещений долговых обязательств категории Rule 144A для иностранных компаний.

Основные аспекты законодательства США по ценным бумагам для иностранных компаний

Современное законодательство США по ценным бумагам и рынкам капитала основано на законах 1930-х гг., которые были приняты в период работы администрации президента Франклина Д. Рузвельта и являлись реакцией на крах фондового рынка в 1929 г. и последовавшую за ним Великую депрессию. Законы 1930-х гг. проникнуты идеологией Нового курса, нацеленной на переустройство экономического порядка. Эти законы должны были создать основу для облегчения процесса формирования капитала в стране. В то же время они подчеркивали необходимость предоставления полной и правдивой информации потенциальным инвесторам и акционерам. Основная идея современного законодательства состоит не в том, чтобы контролировать инвестиции или заменить рыночные силы надзором со стороны государственных органов, а в том, чтобы установить обязательные стандарты раскрытия информации, необходимой инвесторам для принятия обоснованных решений о купле, продаже ценных бумаг или для обдуманного отказа от этих операций. Законодательство устанавливает строгое наказание за предоставление ложной или неточной информации. Основу законодательства по ценным бумагам составляют Закон «О ценных бумагах» 1933 г. (The Securities Act), обычно именуемый «Законом 1933 г.», и Закон «О биржах» 1934 г. (The Securities Exchange Act), который обычно называют «Законом 1934 г.». «Закон 1933 г.» регулирует деятельность эмитентов, размещение и продажу ценных бумаг, а «Закон 1934 г.» — деятельность по торговле ценными бумагами и учреждает Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC).

Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), созданная в 1934 г., отвечает за соблюдение законов, регулирующих работу с ценными бумагами, защиту инвесторов и деятельность рынков ценных бумаг, издает правила и постановления (rules and regulations), которые имеют силу законов и касаются всех аспектов деятельности рынков капитала в США. SEC имеет право интерпретировать законы, проводить расследования возможных правонарушений, передавать материалы для судебного преследования. Тем не менее у SEC нет полномочий на одобрение, на отклонение той или иной ценной бумаги или предоставление гарантий ценности конкретных ценных бумаг. Комиссия по ценным бумагам и биржам не может запретить продажу ценных бумаг, однако во власти SEC приостановить торговлю ценными бумагами в случае незаконных манипуляций на рынке. Задача SEC — следить за тем, чтобы все участники рынка соблюдали законы и предоставляли полное и честное раскрытие финансовой информации. В состав Комиссии по ценным бумагам и биржам входят: Отдел корпоративных финансов

(Division of Corporate Finance), Отдел регулирования рынков (Division of Market Regulation), Отдел управления инвестициями (Division of Investment Management), Отдел контроля соблюдения законов (Division of Enforcement), Международный отдел (Office for International Affairs) и Международный юридический отдел (Office of International Legislative Affairs). Функцией двух последних отделов является контроль за соблюдением законодательства США по ценным бумагам в международном аспекте, наблюдение за международными рынками капитала, а также проверка законности международных и трансграничных сделок.

Регистрация в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC)

Регистрация в SEC является ключевым положением законодательства США по ценным бумагам. Необходимо отметить, что SEC не регистрирует компании. Согласно Закону «О ценных бумагах» эмитент должен зарегистрировать транзакцию (transaction), эмиссию, а в соответствии с Законом «О биржах» — класс ценных бумаг (class of securities) (Cohen et al, 2003). Регистрация ценных бумаг предназначена для защиты рынков капитала США и всех инвесторов, покупающих ценные бумаги на рынках капитала США, независимо от того, являются ли они гражданами США или иностранцами.

Регистрация по Закону «О ценных бумагах». По «Закону 1933 г.» требуется регистрация любой транзакции, влекущей за собой размещение или продажу ценных бумаг, за исключением случаев, когда данный вид ценных бумаг является освобожденным от регистрации, или же транзакция структурирована с использованием способа подпадающего под освобождение от регистрации. Термины «размещение» (offer) и «продажа» (sale) имеют весьма широкое толкование в американском законодательстве. При регистрации требуется подать заявление в SEC. Компания должна соответствовать исчерпывающим требованиям предъявляемым к раскрытию финансовой информации и предоставлению финансовой отчетности. Регистрация транзакции приводит к тому, что компания подпадает под действие Закона 2002 г. (US Sarbanes-Oxley Act 2002¹). Требования к незарегистрированным транзакциям гораздо мягче. Однако если иностранный эмитент хочет провести публичное размещение ценных бумаг среди розничных инвесторов, то ему необходимо зарегистрировать транзакцию.

Регистрация по Закону о биржах. По «Закону 1934 г.» иностранный частный эмитент должен зарегистрировать класс ценных бумаг, в случае прохождения этим классом листинга на основных национальных биржах New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (Amex) или Nasdaq. Если активы иностранного частного эмитента составляют более \$10 млн и количество держателей класса

ценных бумаг более 500 (из которых не менее 300 являются резидентами США), то эмитент обязан зарегистрировать данный класс ценных бумаг. Исключением может стать освобождение от регистрации категории Rule 12g3-2(b)².

После регистрации в SEC эмитент, который превращается в т. н. отчитывающуюся компанию (reporting company), обязан регулярно предоставлять указанные ниже финансовые отчеты в SEC.

■ Ежегодный отчет по Form 20-F, включающий детальную финансовую и нефинансовую информацию об эмитенте, предоставляется не позднее шести месяцев после окончания финансового года компании.

■ Отчет по Form-6К. Данный отчет содержит информацию, которую эмитент должен раскрывать в соответствии с законами своей страны, инкорпорации, с требованиями листинга на бирже, а также сведения, которые он предоставляет держателям своих ценных бумаг.

В отличие от американских частных эмитентов, иностранные эмитенты не обязаны предоставлять в SEC ежеквартальную отчетность.

Частные иностранные эмитенты, которые в первый раз проходят регистрацию в Комиссии, могут предоставить данные на конфиденциальной основе³. Сложные вопросы, возникающие при регистрации в таких случаях, решаются «за закрытыми дверями». Однако вся информация должна стать публичной перед тем, как эмитент начнет «дорожное шоу» (Road Show) или продажу ценных бумаг инвесторам. Иностранные эмитенты освобождены от выполнения требований Regulation FD (Fair disclosure — справедливое раскрытие информации)⁴, кроме того, к ним не относятся требования Section 16(b)⁵.

Освобождение сделок от регистрации в SEC

Для регистрации транзакции (эмиссии) с ценными бумагами иностранному эмитенту необходимо выполнить детальные требования к раскрытию

¹ Закон 2002 г., известный под названием The Sarbanes-Oxley Act, основан на самом масштабном после Закона «О биржах» 1934 г. пересмотре регулирующей системы американских рынков капитала.

² В соответствии с Rule 12g3-2(b), освобождаются от предоставления информации компании, которые предоставляют в SEC английский перевод финансовой отчетности, используемой в стране, где они зарегистрированы. Комиссия публикует список компаний, получивших освобождение в соответствии с Rule 12g3-2(b). Как правило, это компании, которые раскрывают финансовую отчетность на постоянной основе в соответствии с требованиями страны регистрации.

³ Все американские эмитенты должны предоставлять информацию в SEC на публичной основе.

⁴ Согласно Regulation FD эмитент обязан делать публичной любую материальную нефинансовую информацию, которую он раскрыл своим акционерам или профессионалам в области ценных бумаг, например, аналитикам инвестиционного банка.

⁵ В соответствии с требованиями Section 16(b) «Закона 1934 г.» любой владелец, в чьем пакете акций компании больше 10%, а также менеджер или директор компании должен предоставлять в SEC отчет о своем пакете акций и всех изменениях в его величине.

финансовой информации. Одновременно потенциальный эмитент подвергается тщательному изучению со стороны SEC. Незарегистрированные транзакции являются менее сложными, и их осуществление занимает гораздо меньше времени. Поэтому многие иностранные эмитенты предпочитают структурировать сделки таким образом, чтобы можно было воспользоваться освобождением от регистрации, предусмотренным законодательством. При заключении незарегистрированных сделок не нужно оформлять заявление о регистрации в SEC. Последующее постоянное представление финансовой отчетности также не требуется. Приведение отчетности в соответствие с американскими GAAP⁶ (весьма дорогостоящая процедура, становящаяся для многих компаний основным препятствием при регистрации в SEC) не является обязательным для незарегистрированных сделок. Для иностранных эмитентов существует три основных вида освобождения от регистрации транзакций: офшорные транзакции категории Regulation S (офшорное размещение без регистрации и открытия финансовой информации), частное размещение категории Regulation D, а также транзакции категории Rule 144A (разрешение на перепродажу частных размещенных ценных бумаг в США среди профессиональных инвесторов).

Ценные бумаги категории Regulation S (Офшорное размещение и освобождение от регистрации)

Regulation S устанавливает правила, по которым размещение ценных бумаг за пределами США можно не регистрировать в SEC. Ценные бумаги категории Regulation S могут положить начало выходу на рынки капитала США. Часто Regulation S используют в сочетании с транзакцией категории Rule 144A. Затем ценные бумаги поступают в систему электронной торговли Portal и таким способом привлекают внимание аналитиков, специалистов рынка ценных бумаг и институциональных инвесторов. Среди российских эмитентов ценные бумаги категории Regulation S очень популярны (приложение). Поэтому мы подробно рассмотрим требования, предъявляемые к этой категории ценных бумаг (табл. 1). Существует три группы ценных бумаг, на которые может распространяться действие Regulation S. Для каждой группы устанавливаются специальные условия применения и ограничения.

Табл. 2 содержит сведения о количестве и среднем размере офшорных размещений ценных бумаг категории Regulation S, а также разбивку ценных бумаг Regulation S на более мелкие разряды. Как видно из табл. 2, почти 54% всех ценных бумаг категории Regulation S являются обыкновенными акциями, около 30% принадлежат к категории конвертируемого долга и около 15% относятся к привилегированным конвертируемым акциям. Средний размер размещения конвертируемого долга и

конвертируемых привилегированных акций составляет \$69,5 и \$60,9 млн соответственно, что намного превышает средний размер размещения обыкновенных акций компании (\$7,2 млн).

Частное размещение ценных бумаг без регистрации согласно Regulation D

SEC приняла Regulation D для освобождения от регистрации некоторых категорий эмиссий ценных бумаг, исходя из размера сделки и категории инвесторов, приобретающих ценные бумаги. В центре внимания Regulation D находятся т. н. аккредитованные инвесторы, а именно: банки, сберегательные финансовые учреждения, страховые и инвестиционные компании, корпорации с активами, стоимость которых превышает \$5 млн физические лица, владеющие состоянием более \$1 млн, или те, чей ежегодный доход выше \$200 тыс. транзиты с активами более \$5 млн и некоторые другие группы инвесторов.

Освобождение от регистрации в SEC при перепродаже частного-размещенных ценных бумаг (Rule 144A)

После принятия в 1933 г. Закона «О биржах» фирмы, желающие получить внешнее финансирование и одновременно избежать регистрации и надзора со стороны Комиссии по ценным бумагам (SEC), могли приобрести внешний капитал посредством частного размещения (private placement). В наши дни в соответствии с «Законом 1933 г.» размещения, связанные с андеррайтингом и дистрибуцией ценных бумаг среди инвесторов, считаются публичными и должны регистрироваться в обязательном порядке. Однако согласно Regulation S и Regulation D, эмитент может избежать регистрации, если он размещает ценные бумаги в офшорных сделках или у аккредитованных инвесторов, которые приобретают бумаги в инвестиционных целях. Но данное правило не освобождает покупателей ценных бумаг от регистрации. Некоторое время назад институциональный инвестор мог перепродать частные ценные бумаги либо только после их регистрации в SEC или же, доказав, что первоначальная покупка была сделана с инвестиционными целями. Критерием инвестиционных целей был срок владения ценными бумагами — институциональные инвесторы могли перепродать частные ценные бумаги без регистрации в SEC только после двух лет с момента приобретения (Rule 144, принято в 1972 г.). В результате возможности перепродажи и ликвидности частных ценных бумаг были весьма ограниченными. В частности, требования регистрации и раскрытия финансовой информации рассматривались как основная помеха для

⁶ GAAP — Generally Accepted Accounting Principles, правила составления финансовой отчетности в США.

Категория	Группы ценных бумаг, на которые распространяется данная категория	Условия и ограничения
Категория 1	<ol style="list-style-type: none"> 1) бумаги иностранных эмитентов, которые имеют основания полагать, что на момент размещения в США не имеется значительного интереса к данным бумагам; 2) бумаги, помещенные посредством прямого размещения за пределами США (directed overseas offering); 3) бумаги, гарантированные иностранными правительствами; 4) бумаги, размещенные в рамках программы компенсации сотрудников компании в соответствии с законами страны размещения. 	<p>Никаких дополнительных требований, кроме общих условий Regulation S.</p> <p>Общие условия Regulation S:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) размещение происходит посредством т. н. офшорной сделки (offshore transaction)⁷; 2) в США не проводится никаких прямых действий по продаже (direct selling effort)⁸ данных ценных бумаг.
Категория 2	<p>Ценные бумаги, не подпадающие под категорию 1 и являющиеся :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) акционерными бумагами иностранного эмитента, являющегося отчитывающейся компанией; 2) долговыми бумагами любой отчитывающейся компании (американской или иностранной); 3) долговыми бумагами неотчитывающейся иностранной компании. 	<p>Наряду с выполнением общих условий, необходимо осуществление следующих ограничений:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) проспект и прочие материалы размещения.
Категория 3	<p>Данная категория включает все ценные бумаги, которые не подпадают под категории 1 и 2:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) любые ценные бумаги неотчитывающегося американского эмитента 2) акционерные бумаги отчитывающегося американского эмитента 3) акционерные бумаги неотчитывающегося иностранного эмитента (со значительным интересом внутри США к его ценным акционерным бумагам). 	<p>Кроме с выполнения общих условий и условий категории 2, необходимо осуществление следующих ограничений:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) на акционерные бумаги налагается ограничительный период сроком на один год со дня размещения, а на долговые бумаги — сроком на 40 дней со дня размещения; 2) в течение ограничительного периода бумаги не могут быть перепроданы американскому лицу, кроме дистрибьютора (за искл. Rule 144A). 3) до истечения 40 дней после размещения долговые бумаги должны быть представлены временной глобальной бумагой (temporary global security) не обмениваемой на другие бумаги.

Источник: по материалам Cohen et al. 2003.

Таблица 1. Нерегистрируемые офшорные ценные бумаги категории Regulation S

и иностранных фирм на рынках капитала в США, вынуждающая их уходить на офшорные рынки капитала.

В апреле 1990 г. SEC одобрила правило Rule 144A, позволяющее фирмам получать капитал от институциональных инвесторов, не регистрируя ценные бумаги в SEC и не выполняя требований GAAP. Rule 144A разрешает немедленную перепродажу без регистрации частных размещений среди квалифицированных институциональных инвесторов (Qualified institutional buyers — QIB). Комиссия по ценным бумагам и биржам пришла к выводу, что определенные инвесторы вполне способны самостоятельно разобратся в информации об эмитенте и принять решение о покупке частных ценных бумаг. Сегодня на рынке квалифицированных институциональных

инвесторов действуют только крупные финансовые компании и другие аккредитованные инвесторы. Среди них могут быть:

⁷ «Офшорная сделка» определяется как размещение ценных бумаг, когда: 1) в период покупки покупатель находится за пределами США, или же продавец имеет все основания полагать, что покупатель находится за пределами США, 2) сделка совершена физически в торговом зале биржи расположенной за пределами США, 3) сделка осуществляется на рынке ценных бумаг за пределами США и продавец не имеет сведений о том, что ценные бумаги предназначены для покупателя в США.

⁸ «Прямые действия по продаже» определяются как любая деятельность, направленная на подготовку рынка к продаже ценных бумаг. Запрещается рассылка материалов предложения по почте, проведение специальных семинаров и интервью (включая интервью по телефону) в США, размещение рекламы на радио и телевидении.

А			Б		
Год	Количество размещений	Средний размер размещения, \$ млн	Тип выпущенной ценной бумаги	Количество размещений	Средний размер размещения, \$ млн
1993	30	195,0	Обычные акции	378	7,18
1994	88	15,2	Привилегированные неконвертируемые акции	4	6,13
1995	120	18,4	Привилегированные конвертируемые акции	102	60,96
1996	249	28,4	Конвертируемый долг	209	69,50
1997	214	43,3	Прочие	8	52,93
Всего	701	36,6	Всего	701	36,6

Источник: Choi, 2000.

Таблица 2. Количество офшорных размещений ценных бумаг категории Regulation S, 1993-1997 гг.

Общие условия применения Regulation D	<ol style="list-style-type: none"> 1. Интегрированность: все продажи в рамках одной сделки категории Regulations D должны иметь одни и те же условия. 2. Информационные требования: если покупатель не является аккредитованным инвестором, то эмитент обязан предоставить ему детальную информацию о себе, эквивалентную сведениям, которые были бы необходимы при регистрации. Финансовая информация должна быть либо в форме GAAP, либо приведена в соответствии с GAAP. Последнее требование в значительной мере обезценивает использование данной категории сделок для иностранных эмитентов. 3. Ограничения на рекламу: эмитент не может вести никак рекламировать свои ценные бумаги. 4. Ограничения на перепродажи: ценные бумаги, приобретенные в ходе сделки категории Regulation D, считаются ограниченными бумагами и не могут свободно перепродаваться без предварительной регистрации в SEC. 5. Оповещение SEC: эмитент должен оповестить SEC путем заполнения специальной формы не позднее 15 дней после начала продаж.
Rule 504. Размещение до \$1 млн	<ol style="list-style-type: none"> 1. Размещение не должно превышать \$1 млн в течение любых последовательных 12 месяцев. 2. Инвестиционные компании не могут использовать сделки категории Regulation D. 3. Применимы все общие требования Regulation D за исключением информационных.
Rule 505. Размещение до \$5 млн	<ol style="list-style-type: none"> 1. Размещение не должно превышать \$5 млн в течение любых 12 месяцев. 2. Ценные бумаги могут купить неограниченное число аккредитованных инвесторов и не более 35 неаккредитованных инвесторов. 3. Применимы все общие требования Regulation D за исключением информационных, которые не применимы по отношению к аккредитованным инвесторам.
Rule 506. Неограниченное размещение	<ol style="list-style-type: none"> 1. Размер размещения не ограничен. 2. Ценные бумаги могут купить неограниченное число аккредитованных инвесторов и не более 35 неаккредитованных инвесторов. 3. Применимы все общие требования Regulation D за исключением информационных, которые не применимы по отношению к аккредитованным инвесторам 4. Все неаккредитованные инвесторы должны продемонстрировать эмитенту, что они обладают знанием, имеют опыт финансовой деятельности и способны оценить риски инвестиций.

Источник: по материалам Cohen et al. 2003.

Таблица 3. Размещение ценных бумаг без регистрации согласно Regulation D

■ финансовые институты (например, страховые или инвестиционные компании, пенсионные фонды), инвестирующие не менее \$100 млн в ценные бумаги неаффилированных компаний;

■ банки или сберегательные ассоциации (Savings & Loan Association), инвестирующие не менее \$100 млн в ценные бумаги неаффилированных компаний и имеющие чистый собственный капитал (net worth), величина которого составляет не менее \$25 млн;

■ зарегистрированные брокеры или дилеры, являющиеся квалифицированными институциональными инвесторами, действующие от собственного имени или от имени клиента и инвестирующие не менее \$10 млн в ценные бумаги неаффилированных компаний;

■ любые юридические лица, чьи акционеры являются квалифицированными институциональными инвесторами.

В наше время перепродажа частных ценных бумаг, удовлетворяющих условиям Rule 144A, не считается публичным размещением и не требует регистрации в соответствии с «Законом 1933 г.».

Rule 144A дает возможность не оглашать подробную финансовую информацию об эмитенте, однако требует от эмитента предоставления кратких сведений о характере его бизнеса, производимой продукции или услугах, которые он оказывает, а также предъявления основной финансовой отчетности (балансового отчета, отчета о прибылях и потерях, отчета о нераспределенных прибылях⁹) за последние два года. Финансовая отчетность должна пройти аудиторскую проверку, но ее приведение в соответствие с GAAP не требуется. Раскрытие информации не является обязательным для компаний, которые уже прошли регистрацию в Комиссии по ценным бумагам, иностранных государственных эмитентов, а также для организаций, которые добровольно подали заявления для освобождения от предоставления отчетности в соответствии с Rule 12g3-2(b).

Технически сделки категории Rule 144A состоят из двух этапов. Во-первых, эмитент продает ценные бумаги андеррайтеру или непосредственно институциональным инвесторам согласно, например, Regulation S или Regulation D. На втором этапе происходит перепродажа ценных бумаг квалифицированным институциональным инвесторам в соответствии с Rule 144A. При проведении сделок должны соблюдаться следующие правила:

■ ценные бумаги могут быть проданы только квалифицированным институциональным инвесторам или лицам, которые, по мнению продавца, ими являются;

■ продавец должен известить покупателей, о том, что данная сделка относится к категории Rule 144A;

■ ценные бумаги категории Rule 144A не могут принадлежать к одному классу ценных бумаг с прошедшими листинг на национальных биржах США;

■ если эмитент не является отчитывающейся компанией, то покупатель имеет право потребовать от продавца информации об эмитенте, включая требование предоставить финансовую отчетность.

Сделки категории Rule 144A стали особенно популярны для глобального размещения долговых ценных бумаг, в частности благодаря разрешению SEC эмитентам, продавшим долговые ценные бумаги категории Rule 144A квалифицированным институциональным инвесторам, регистрировать обменное размещение (exchange offer) идентичных ценных бумаг. Согласно общепринятой процедуре, квалифицированные институциональные инвесторы получают свободно торгуемые (неограниченные) ценные бумаги в обмен на ограниченные бумаги категории Rule 144A. Данная процедура дает эмитентам и их андеррайтерам возможность быстро совершать сделки по размещению ценных бумаг, используя благоприятные условия, складывающиеся на мировых рынках капитала. В результате покупатели не требуют от данных ценных бумаг скидки за ограниченную ликвидность, которую инвесторы обычно требуют от частных размещений.

Фондовые биржи в США и требования к листингу иностранных компаний на основных фондовых биржах США

Фондовые биржи США

В США существует два основных типа фондовых бирж, на которых может осуществляться торговля акциями компаний.

Первый тип — это централизованные биржи, на которых специалисты, находящиеся в торговом зале, осуществляют по заказу продажу и покупку ценных бумаг по лучшим на рынке ценам. К данному типу бирж относится Нью-йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange — NYSE) и Американская фондовая биржа (Amex)¹⁰.

Нью-йоркская фондовая биржа (NYSE)¹¹ является наиболее престижной национальной биржей в США. На ней зарегистрировано более трех тыс. самых известных в мире компаний. NYSE предоставляет крупным организациям наиболее ликвидный и тщательно регулируемый рынок. Листинг на NYSE дает иностранным компаниям возможность получать внешний капитал, увеличивать ликвидность своих акций, расширять розничную и институциональную

⁹ Balance sheet, profit & loss statement, retained earnings statement

¹⁰ Имеется также ряд более мелких и специализированных бирж, а также региональные фондовые биржи: Pacific Stock Exchange, Boston Stock Exchange, Cincinnati Stock Exchange, Inter-Mountain Stock Exchange, Midwest Stock Exchange и Philadelphia Stock Exchange.

¹¹ www.nyse.com.

инвесторскую базу компании, облегчать процесс слияний и приобретений, повышать узнаваемость имени компании, ее продуктов и услуг. Представители NYSE, принимая решения о листинге, обращают внимание не только на количественные и качественные критерии, которым должна соответствовать иностранная компания, но и на ее стратегическую значимость для национальных интересов США, позицию, которую занимает компания в своей отрасли, а также на перспективы развития отрасли и рынков компании (Solomon, 2000).

Другой тип бирж — это электронные биржи. На них торговля ценными бумагами ведется через электронную систему, связывающую брокеров и дилеров, которые осуществляют продажу и покупку ценных бумаг для своих клиентов, находясь с ними на разных территориях. Примером подобной биржи является Nasdaq, деятельностью которой управляет саморегулирующаяся Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers — NASD). NASD функционирует под контролем SEC. Ее основные функции:

- регистрация, регулирование и надзор за всеми брокерами-дилерами в США;

- управление системой электронных бирж.

В 1996 г. была произведена реструктуризация NASD и созданы две дочерние организации: NASD Regulation, Inc., которая занимается регулированием и надзором за брокерами-дилерами, и The Nasdaq Stock Market, Inc., отвечающая за регулирование электронной биржевой системы. The Nasdaq Stock Market является крупнейшей электронной биржей в мире. Сделки с акциями осуществляются с терминалов многочисленных отдаленных компьютеров. На этой бирже зарегистрировано более пяти тыс. компаний. The Nasdaq Stock Market состоит из уровней, которые названы ниже.

- Nasdaq National Market System — для более крупных и имеющих определенную репутацию эмитентов. На этой бирже представлены акции многих известных компаний технологического сектора, например, Microsoft, Motorola, Oracle, Cisco Systems и др.

- Nasdaq Small Cap¹² market. Эта система предназначена для менее крупных и известных компаний.

Кроме того, в системе NASD действуют еще две электронные системы, доступ к которым открыт только для профессионалов фондового рынка.

- OTC BB (Over-the-counter¹³ Bulletin Board), электронная система, связывающая брокеров-дилеров, осуществляющих через нее покупку и продажу акций небольших и малоизвестных компаний. OTC BB была основана в 1988 г. В этой системе в режиме реального времени показывается цена продажи, покупки, а также цена и объем последней сделки¹⁴. На OTC BB осуществляется торговля ценными бумагами национальных, региональных и иностранных компаний. OTC BB выбирают компании,

которые не отвечают требованиям предъявляемым к листингу на национальных биржах. Кроме того, на OTC BB переводятся организации, которые по каким-либо причинам перестали соответствовать правилам основной электронной биржи¹⁵. В настоящее время на OTC BB торгуется более 6,2 тыс. ценных бумаг, 412 из которых — это ADR или другие ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами. Большинство ADR российских компаний размещены именно на OTC BB (см. приложение). Все эмитенты на OTC должны заполнить NASD Form 211, а также (начиная с апреля 1998 г.) зарегистрироваться в SEC.

- PORTAL¹⁶ электронная система торговли ценными бумагами категории Rule 144A и Regulation S как американских, так и иностранных эмитентов, работающая в режиме реального времени. Значительная доля ADR российских компаний относится к вышеназванным категориям и торгуется в этой системе (см. приложение). PORTAL работает с 1990 г. и соединяет друг с другом квалифицированных институциональных инвесторов. PORTAL предоставляет возможности как для первичного размещения частных ценных бумаг категории Rule 144A, так и для вторичной торговли этими бумагами. Расчеты ведутся через International Securities Clearing Corporation, Depository Trust Company и Central de Valeurs Mobilières, S.A. Luxembourg.

В США существует еще одна саморегулирующаяся организация — Национальное бюро котировок (National Quotation Bureau — NQB), которая дважды в день публикует т. н. «розовые листы» (Pink Sheets¹⁷), список акций компаний с именами и номерами телефонов маркет-мейкеров, цена покупки и продажи. Pink Sheets также считается over-the-counter market и напрямую конкурирует с OTC BB. Общее число ценных бумаг иностранных эмитентов обращающихся на рынках «розовые листы» и OTC BB, превышает 7,7 тыс. (их них более 660 ADR) (Moel, 2001).

Листинг иностранных компаний на фондовых биржах США

Иностранные компании могут зарегистрировать свои акции на биржах США или напрямую, посредством прямого листинга (direct listing), или же посредством ADR и глобальных диспозитарных

¹² SmallCap является сокращением от small capitalization и означает компании, чья рыночная капитализация не превышает \$50 млн.

¹³ Буквально over-the-counter переводится «за прилавком».

¹⁴ www.otcbb.com

¹⁵ Например, после краха «пузыря» телекоммуникационных и интернет компаний значительно снизилась рыночная капитализация многих организаций, чьи акции были размещены на основной системе NASDAQ. После этого они перешли на OTC BB.

¹⁶ PORTAL является аббревиатурой от Private Offering Resales and Trading through Automatic Linkages (Торговля и перепродажа частных размещений через автоматические соединения).

¹⁷ «Розовые листы», т. е. список акций печатается на розовой бумаге.

расписок (Global Depository Receipts — GDR). Подавляющее большинство иностранных компаний предпочитает проходить листинг на американских биржах с использованием ADR. Только некоторые фирмы, в основном канадские и израильские, предпочитают получать прямой листинг. Условия листинга на биржах и регистрации в SEC практически одинаковы как для прямого листинга, так и для ADR, однако первый требует создания системы клиринга и расчетов аналогичных соответствующий механизм для акций американских компаний.

У иностранных частных эмитентов¹⁸ есть возможность пройти листинг на NYSE по одному из двух вариантов: они могут выбрать для себя или листинг по стандартам, применяемым к американским компаниям, или же действовать в соответствии с правилами, установленными специально для иностранных компаний с уже существующим ликвидным рынком акций за пределами США. Для того чтобы отвечать стандартам, которые предусмотрены для американских компаний, фирмы имеют право использовать только акции и активы, находящиеся в США. Для соответствия требованиям, предъявляемым к иностранным компаниям, компании могут использовать акции и активы, расположенные в любой стране мира. Существует две группы критериев для листинга на бирже: количественные и качественные критерии, относящиеся к сфере корпоративного управления.

Основные критерии листинга на NYSE в качестве иностранной компании. Иностранная компания, которая хочет проводить листинг на NYSE должна отвечать приведенным ниже критериям.

■ *Размер и объем торгов.* У компании не может быть меньше 5 тыс. акционеров, во владении каждого из которых находится не менее ста акций.

■ *Количество акций в публичном обращении (public float)¹⁹.* Наличие не менее 2,5 млн акций, не принадлежащих инсайдерам компании или контролирующим компанию акционерам, членам их семей и другим концентрированным владельцам более 10% акций.

■ *Рыночная стоимость акций, находящейся в публичном обращении.* Совокупная глобальная рыночная стоимость акций в публичном обращении должна быть не менее \$100 млн. Для компании, планирующей первичное размещение акций (IPO), необходимо письменное подтверждение от андеррайтера относительно ожидаемой стоимости акций в публичном обращении после IPO.

Компания также должна удовлетворять одному из следующих критериев.

■ *Доходы до вычета налогов.* Совокупные доходы до вычета налогов²⁰ за последние три года должны составлять не менее \$100 млн, а минимальный доход до вычета налогов за любые два из последних трех лет — не менее \$25 млн.

■ *Рыночная капитализация 1.* (стоимость всех акций фирмы, установленная котировкой на фондовой бирже) не должна опускаться ниже \$500 млн, выручка — ниже \$100 млн за последние 12 месяцев, а совокупный операционный денежный поток (operating cash flow) за последние три года — ниже \$100 млн.

■ *Рыночная капитализация 2.* (стоимость всех акций фирмы, установленная котировкой на фондовой бирже) не должна опускаться ниже \$1 млрд, размер и выручки — не менее \$100 млн за последний год.

В случае если иностранная компания удовлетворяет всем количественным критериям, но владеет акциями на предъявителя и, таким образом, не может подтвердить наличие требуемого числа независимых акционеров, то другой член биржи может «спонсировать» данную организацию и подтвердить ликвидность рынка для ее акций.

Основные критерии для листинга на NYSE как «американской компании». Проведения листинга американской компанией возможно, если выполняются следующие условия.

■ *Размер и объем торгов.* Компании необходимо соответствовать одному из перечисленных ниже условий:

- число акционеров не меньше 2 тыс.;
- число акционеров — 2,2 тыс. и среднемесячный объем торгов за последние шесть месяцев равный не менее чем 100 тыс. акций;
- количество акционеров менее 500 и минимальный ежемесячный объем торгов за последние 12 месяцев не ниже одного млн акций, не менее 1,1 млн акций в публичном обращении.

■ *Критерий рыночной стоимости акций в публичном обращении.* Рыночная стоимость акций в публичном обращении не должна опускаться ниже \$60 млн в случае IPO и ниже \$100 млн для других компаний. Для компании, планирующей первичное размещение акций (IPO), необходимо письменное подтверждение от андеррайтера относительно ожидаемой стоимости акций в публичном обращении после IPO.

Кроме того, компания должна отвечать одному из следующих требований.

¹⁸ В целях листинга частный иностранный эмитент (foreign private issuer) определяется как «Любая компания, инкорпорированная по законам другой страны, исключая перечисленные далее случаи. Если более 50% выпущенных акций компании контролируются резидентами США. Если большинство менеджеров или директоров компании являются гражданами или резидентами США, или более 50% активов компании расположены в США, либо бизнес компании фактически управляется из США».

¹⁹ Акции в публичном обращении определяются как акции, которые не контролируются прямо или косвенно менеджерами или директорами корпорации, или же любым лицом, которое контролирует более 10% акций компании.

²⁰ Доходы от продолжающейся деятельности после учета миноритарной доли и амортизации.

■ *Доход до вычета налогов.* Доходы до вычета налогов за последний год не могут составлять сумму меньше \$2,5 млн, а доход за каждый год из последних двух лет — меньше \$2 млн. Совокупные доходы до вычета налогов за последние три года не должны опускаться ниже \$6,5 млн, а за последний год — ниже \$4,5 млн. Все три года прибыль должна быть положительной.

■ *Рыночная капитализация 1.* Рыночная капитализация не должна быть меньше \$500 млн, совокупная выручка за последние 12 месяцев не может опускаться ниже \$100 млн, а минимальный чистый денежный поток за последние три года — ниже \$25 млн.

■ *Рыночная капитализация 2.* Рыночная капитализация не может быть меньше чем \$1 млрд., а выручка за последний год — меньше чем \$100 млн.

Основные критерии корпоративного управления.

■ Не менее двух внешних директоров (outside directors) должны входить в совет директоров компании. Если это условие не выполняется во время проведения листинга, то необходимо назначение одного внешнего директора до начала проведения листинга, а другого — не позднее одного года после завершения операции. Внешний директор не должен являться сотрудником, управляющим, бывшим менеджером организации или ее дочерней компании, а также родственником генерального директора. Он не может входить в организацию, которая:

- выступает в качестве консультанта или советника данной компании;
- получает от компании за свои услуги оплату на постоянной основе или гонорар, помимо заработной платы за выполнение обязанностей члена совета директоров.

■ *Аудиторский комитет (audit committee)* организации должен состоять из директоров, независимых от менеджмента компании. Право голосования акционеров компании не может быть ограничено посредством корпоративных действий. При рассмотрении заявления компании представители биржи обязаны рассматривать все необычные положения, связанные с правом голосования акционеров.

В целом NYSE принимает любые методы корпоративного управления, используемые иностранными организациями, до тех пор, пока их применение согласуется с законодательством страны, в которой компания инкорпорирована.

Листинг на Nasdaq National Market System. Для того чтобы соответствовать правилам листинга, установленным на Nasdaq National Market System, акции иностранного эмитента, согласно «Закону 1934 г.», должны быть зарегистрированными и обращаться на другой бирже. Или же акциям необходимо пройти процедуру первичного размещения и регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Помимо выполнения вышеперечисленных базовых требований, существует три альтернативных стандарта, выполнение которых дает иностранным компаниям возможность проведения листинга на Nasdaq National Market System.

■ *Стандарт 1 (Entry standard 1).* Наличие собственного акционерного капитала (stockholders equity) размером не менее \$15 млн. Объем доходов компании до уплаты налогов за последний год (или двух из последних трех лет), составляющий не менее \$1 млн. Количество акций в публичном обращении не менее 1,1 млн. Рыночная стоимость акций в публичном обращении, не опускающаяся ниже \$8 млн. Минимальная цена продажи акций, равная \$5. Число акционеров — не менее 400. Наличие не менее трех активных маркет-мейкеров.

■ *Стандарт 2 (Entry standard 2).* Собственный акционерный капитал, составляющий не менее \$30 млн. Не менее 1,1 млн акций, находящихся в публичном обращении. Опыт работы не менее двух лет. Рыночная стоимость акций в публичном обращении, не опускающаяся ниже \$18 млн. Минимальная цена продажи акций, равная \$5. Не менее 400 акционеров. Не менее трех маркет-мейкеров.

■ *Стандарт 3 (Entry standard 3).* Рыночная капитализация (стоимость всех акций компании) \$75 млн или активы \$75 млн, или же выручка \$75 млн (за последний год или за любые два из трех последних лет). Нахождение 1,1 млн акций в публичном обращении. Рыночная стоимость акции, находящейся в публичном обращении, равная \$20 млн. Цена акции — \$5. Количество акционеров — не менее 400. Не менее четырех маркет-мейкеров.

Помимо этих критериев, в случае если компания планирует листинг ADR (американских депозитарных расписок), компания должна выпустить не менее 100 тыс. депозитарных расписок.

Основные требования к корпоративному управлению. В обязанности эмитента входит распространение среди акционеров за достаточное время до ежегодного собрания акционеров копий годового отчета компании, содержащего финансовую отчетность организации и всех ее дочерних компаний. В совет директоров компании должны входить не менее двух независимых директоров. Необходимо учреждение аудиторского комитета, большинство членов которого являются независимыми директорами. Компания обязана проводить ежегодное собрание акционеров и заблаговременно уведомлять Nasdaq о проведении собрания. Ни при каких обстоятельствах при голосовании в собрании не может участвовать менее 1 / 3 голосующих акций. Организации нужно получить одобрение акционеров при выпуске новых акций, если они предназначены менеджерам компании, если выпуск новых акций приведет к смене контроля над корпорацией, а также в случае приобретения акций или активов другой компании и т. д. Компания не может

предпринимать действий ограничивающих право голосования по голосующим акциям. Если какое-либо из требований не является обязательным в стране инкорпорации, иностранная компания может направить петицию об освобождении от его выполнения.

Листинг на Small Cap Market (Рынок компаний с низкой капитализацией). Базовые требования, предъявляемые к желающим оформить регистрацию на Small Cap Market, аналогичны описанным выше условиям оформления на National Market System. Кроме того, для листинга необходимо наличие собственного акционерного капитала размером не менее \$5 млн. Также должно выполняться одно из следующих условий:

— рыночная капитализация компании должна быть не меньше \$50 млн;

— чистый доход за последние год или два из последних трех лет не может опускаться ниже \$750 тыс.;

— количество акций в публичном обращении должно составлять не менее 1 млн, а количество акционеров — не менее 300.

Помимо удовлетворения количественных условий и требований к корпоративному управлению, для получения листинга на биржах компания должна уплатить денежный взнос. В Табл. 4 дана информация о необходимых денежных взносах для получения листинга на NYSE и NASDAQ.

Табл. 5 содержит сведения о 15 странах, где больше всего компаний, имеющих листинг в США.

Также в табл. 5 дается разбивка по бирже / торговой площадке, на которой компании получают листинг. Как видно из табл. 5, в первую пятерку входят четыре страны, в которых английский является государственным языком и распространено английское общее право. Пятая страна — это Мексика, у которой с США общая граница.

Американские депозитарные расписки (American Depository Receipts — ADR)

Депозитарные расписки являются сертификатами, дающими американским инвесторам возможность опосредованно владеть акциями иностранных компаний. Каждая из них представляет определенное количество акций иностранной фирмы, которые хранятся на депозите на иностранном рынке (т. е. на домашнем рынке иностранной корпорации). Депозитарные расписки были впервые разработаны в 1927 г. банком J. P. Morgan²¹, для того чтобы американские инвесторы могли получать дивиденды на акции не американских компаний без непосредственного контакта с иностранными рынками. Название Американские депозитарные расписки обусловлено

²¹ Впервые ADR были выпущены английским универсамом «Selfridges» в 1927 г.

NYSE		NASDAQ	
		Количество акций, млн	Оплата, \$ тыс.
		< 1	29,525
Первоначальный взнос	\$36,800 тыс.	от 1 до 2	33,750
	плюс	от 2 до 3	43,750
Количество акций или ADR	Оплата за 1 млн, \$ тыс.	от 3 до 4	48,750
1 — 4 милн	14,750	от 4 до 5	55
5 — 300 милн	7,400	от 5 до 6	58,725
Свыше 300 миллионов	1,900	от 6 до 7	61,875
		от 7 до 8	64,375
Минимальная плата за листинг: 100		от 8 до 10	67,875
		от 10 до 11	73,875
		от 11 до 12	76,625
		от 12 до 13	79,875
		от 13 до 14	82
		от 14 до 15	83,500
		от 15 до 16	85
		более 16	90
<i>Источник:</i> Reese, 2002, интернет сайты NYSE и NASDAQ			

Таблица 4. Денежные взносы для получения листинга на NYSE и NASDAQ

Страна	Листинг в США (количество фирм)					Количество фирм с листингом в США на каждые 100 фирм страны
	NYSE	NASDAQ	OTC BB	144A	Всего	
Канада	89	152	284	0	525	42
Англия	75	68	87	12	243	11,47
Гонконг	11	15	98	0	124	20,39
Австралия	14	23	73	5	115	9,53
Мексика	32	5	31	18	86	37,89
Израиль	6	67	10	0	83	10,67
Бразилия	24	1	35	11	71	12,16
Южная Африка	3	17	30	11	61	8,94
Нидерланды	22	22	11	3	58	17,37
Индия	0	1	0	48	49	0,64
Япония	12	12	20	4	48	2,13
Франция	15	11	14	7	47	9,87
Германия	8	6	17	5	36	8,55
Швеция	4	18	9	3	34	27,20
Италия	16	6	0	11	33	14,60

Источник: Reese, 2002

Таблица 5. Листинг в США, крупнейшие 20 стран по количеству фирм с листингом в США. 1985–1999

тем, что они впервые были применены в США. Сегодня депозитарные расписки могут выпускаться сразу на нескольких рынках за пределами страны инкорпорации компании и известны как Глобальные депозитарные расписки (Global Depositary Receipt — GDR). Депозитарные банки (в основном это Bank of New York, Morgan Guarantee Trust и Citibank) держат на хранении первоначальные акции компании на иностранном рынке, переводят все дивиденды и прочие выплаты в американские доллары и перечисляют их владельцам сертификатов в США. Таким образом, американские инвесторы несут все валютные риски, а также оплачивают услуги депозитарного банка. Новые ADR могут создаваться или отменяться депозитарным банком по мере необходимости. Число ADR ограничено количеством акций, находящихся в публичном обращении на домашнем рынке компании. Следующий пример иллюстрирует процедуру создания ADR (см. схему).

Американский инвестор хочет купить 100 ADR компании «А». Он / она контактирует со своим брокером и дает ему заказ на покупку 100 ADR. У брокера есть две альтернативы: купить 100 ADR, уже существующих на американском рынке, или приобрести 100 акций (допустим, что коэффициент конверсии равен 1:1) на домашнем рынке корпорации и на их основе создать 100 новых ADR. Брокер, скорее всего, выберет наиболее экономный способ выполнения заказа. Предположим, что брокер решил пойти по второму пути. В этом

случае американский брокер контактирует с финансовым посредником на домашнем рынке корпорации. Последний покупает 100 акций и помещает их на депозитарное хранение на домашнем рынке корпорации (custodian). Затем custodian извещает депозитарий в США, что он получил 100 акций корпорации. Депозитарий создает 100 новых ADR и переводит их американскому брокеру, который, в свою очередь, доставляет их клиенту. Вся процедура занимает не более трех рабочих дней. Процесс отмены ADR происходит в обратном порядке.

ADR пользуются популярностью среди эмитентов и американских инвесторов. Это обусловлено рядом причин. Поскольку ADR деноминированы в долларах США и депозитарии конвертируют дивиденды в ту же валюту, многие пенсионные фонды и банки, которым не разрешено покупать иностранные ценные бумаги, могут инвестировать в иностранные компании посредством ADR. Зарегистрированные ADR являются легальными американскими ценными бумагами. Американские депозитарные расписки являются наиболее приемлемым средством глобальной диверсификации инвестиционного портфеля. ADR приводят к значительному удешевлению инвестирования в иностранные компании для американских инвесторов по сравнению с прямыми инвестициями в иностранные акции. Кроме того, ADR зарегистрированные в SEC обеспечивают более надежную защиту прав собственности инвесторов.

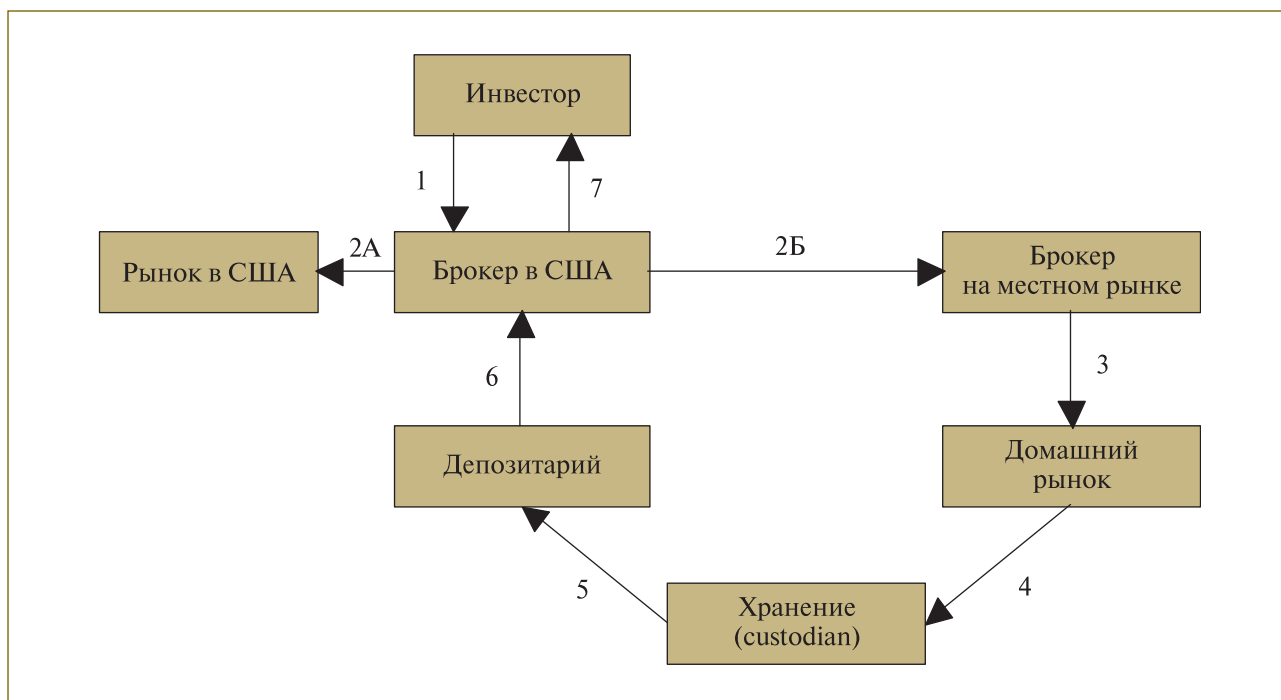


Схема. Последовательность шагов при создании ADR (Gande, 1997)

Классификация программ ADR

Все программы ADR можно разделить на:

- спонсируемые и неспонсируемые;
- публичные и частные;
- программы с привлечением нового капитала и без (Gande, 1977).

Табл. 6 содержит классификацию и основные характеристики программ ADR.

Спонсируемые и неспонсируемые ADR. Неспонсируемые программы создаются по инициативе депозитарного банка в ответ на спрос на акции данной фирмы со стороны инвесторов. При неспонсируемой программе ADR между депозитарным банком и иностранной компанией нет официального соглашения. Эти программы ADR для одной и той же фирмы могут быть начаты различными депозитариями одновременно. В 1983 г. SEC ввел в действие правила, которые значительно усложнили создание неспонсируемых ADR, и сегодня большинство из них обращаются на OTC BB и на «розовых листах». При спонсируемых ADR иностранная фирма сама выбирает эксклюзивный депозитарный банк, с которым заключает депозитное соглашение. Заключая соглашение, депозитарный банк обязуется выпускать сертификаты и распространять среди инвесторов необходимую документацию, а его административные расходы обязуется оплачивать фирма.

Публичные и частные ADR. Публичными считаются ADR, которые обращаются на OTC BB, на «розовых листах», на NYSE, AMEX и NASDAQ. Публичные ADR формируют программы первого, второго и третьего уровней, в зависимости от целей иностранной фирмы. Частными являются программы ADR,

подпадающие под категорию Rule 144A, размещающиеся среди квалифицированных институциональных инвесторов.

Программы для привлечения нового капитала и без. Если цель иностранной компании — использовать уже существующие акции для расширения своей акционерной базы (без привлечения новых капиталов), то компания может использовать ADR первого уровня, обращающиеся на OTC BB и на «розовых листах», или же ADR второго уровня, которые могут обращаться на NYSE, AMEX и NASDAQ. Когда организация планирует привлечь капитал путем эмиссии новых акций, необходимо использовать или ADR третьего уровня и одновременно получить листинг на NYSE, AMEX или NASDAQ, или же использовать частное размещение ADR категории Rule 144A.

Листинг ADR первого уровня. Это самый легкий способ для иностранной компании получить ADR, который может торговаться на публичных рынках OTC BB и «розовых листах». При листинге первого уровня отчетность компании может не соответствовать требованиям GAAP, а организация не обязана в полной мере выполнять требования SEC по раскрытию финансовой отчетности. Спонсируемая программа ADR первого уровня позволяет иностранным компаниям расширить свою акционерную базу без изменений в финансовой отчетности. ADR необходимо зарегистрировать в SEC с использованием Form-6, которая требует от эмитента раскрытия информации об условиях в депозитарных расписках и основной финансовой информации об эмитенте. Эмитенты, чьи активы не превышают \$5 млн, а число акционеров не выше 300, освобождаются от предоставления отчетности в SEC.

	Расширение базы акционеров		Привлечение нового капитала		
	Уровень 1	Уровень 2	Публичное предложение, Уровень 3	Частное размещение, Rule 144A RADR	Глобальные депозитарные расписки
Акции	существующие акции	существующие акции	новые акции	новые акции	новые акции
Описание	не проходит листинг	листинг на биржах	размещение и листинг на биржах	частное размещение в США среди квалифицированных институциональных инвесторов	глобальное предложение на двух или более биржах
Торговая площадка	OTC BB и «розовые листы»	NYSE, AMEX и NASDAQ	NYSE, AMEX и NASDAQ	рынок частных размещений, PORTAL	PORTAL, биржи в США и других странах
Регистрация в SEC	регистрация по Form F-6	регистрация по Form F-6	Form F-1 и Form F-6 для первичного публичного предложения		В зависимости от структуры сделки — 144A или Уровень 3.
Отчетность	Освобождение согласно Rule 12g3-2(b)	Form 20-F подается ежегодно	Form 20-F подается ежегодно. Короткие формы F-2 и F-3 для последующих размещений	Освобождение, согласно Rule 12g3-2(b), или соглашение о предоставлении информации по требованию	В зависимости от структуры сделки — 144A или Уровень 3.
Метод учета		финансовая отчетность должна быть частично приведена в соответствие с GAAP	Финансовая отчетность должна быть полностью приведена в соответствие с GAAP		

Источник: Moel, 2000. Перепечатано из Citibank's Information Guide to American Depository Receipts (1995)

Таблица 6. Типология и характеристики программ Американских депозитарных расписок (ADR)

Остальные эмитенты могут получить освобождение от предоставления отчетности, согласно положению Rule 12g3-2(b), в соответствии с которым необходимо предъявить в SEC только английский перевод финансовой отчетности, требуемой от компании в стране инкорпорации. Например, в 1997 г. более 1400 иностранных эмитентов использовали положение Rule 12g3-2(b). (Moel, 2000). Спонсируемые ADR первого уровня являются самым быстрорастущим сегментом депозитарных расписок. Из более чем 1800 программ ADR, существующих в настоящее время на рынке, большинство являются программами первого уровня (Bank of New York, 2003). Создание программы ADR первого уровня считается начальным этапом выхода на публичный рынок акционерного капитала в США.

Листинг ADR второго уровня. Компании, стремящиеся разместить ADR на крупных национальных биржах (NYSE, AMEX или NASDAQ), должны использовать депозитарные расписки второго уровня. Эмитентам ADR необходимо пройти регистрацию в

SEC и, в дополнение к Form F-6, заполнить Form 20-F (сокращенный вариант — low disclosure). Эмитент обязан также соответствовать требованиям листинга для NYSE, AMEX или NASDAQ.

Листинг ADR третьего уровня. Компаниями, которые хотят с помощью ADR привлечь новый капитал, используются ADR самого престижного третьего уровня. Эмитенты ADR третьего уровня должны зарегистрировать как сами депозитарные расписки, так и первоначальные акции компании в SEC и заполнить Form-6, 6-K и 20-F (полный вариант — high disclosure). Выпуск ADR третьего уровня фактически эквивалентен публичному предложению акций на бирже и требует такого же уровня раскрытия финансовой информации. Также эмитент должен соответствовать требованиям листинга на той бирже, где будет осуществляться торговля ADR.

Частное размещение ADR категории Rule 144A. Согласно правилу SEC Rule 144A, компании могут привлекать капитал в США посредством частного

размещения спонсируемых ADR среди квалифицированных институциональных инвесторов. В этом случае не требуется регистрация в SEC. Компания не должна предоставлять финансовой отчетности. ADR, принадлежащие к категории Rule 144A, известны также как ограниченные ADR RADR (restricted ADR). Организации могут размещать частные ADR категории Regulation S среди не американских инвесторов, которые затем перепродают их американским квалифицированным институциональным инвесторам.

Из всех видов ADR только ADR третьего уровня и RADR используются иностранными компаниями для привлечения дополнительного капитала. Причем проведение ADR третьего уровня во многом соответствует проведению IPO иностранными компаниями на американских биржах. Брунер и пр. (Bruner et al.) в 2000 г. исследовали все ADR-IPO проведенные иностранными эмитентами на

основных американских биржах с 1991 г. по 1997 г. В выборку были включены только такие компании, акции которых не обращались ранее ни на одной бирже мира, т. е. ADR-IPO для этих компаний было не просто привлечением капитала на фондовых рынках США, а первичным публичным размещением акций с одновременным созданием программы ADR. Как видно из табл. 7, количество ADR-IPO увеличивалось в течение семи лет: если в 1990 г. не было осуществлено ни одного ADR-IPO то в 1997 г. иностранные компании провели 73 ADR-IPO на фондовых рынках США. Всего за семь лет иностранные компании в результате проведения ADR-IPO получили более \$30,5 млрд. Из всех стран, представленных в табл. 7, с заметным отрывом лидирует Израиль, чьи компании провели 50 IPO. Исследователями отмечено, что израильским компаниям, работающим в сфере высоких технологий, гораздо легче осуществлять IPO в США, чем

Год	Количество ADR-IPO	Средний размер ADR-IPO, \$ млн	Полученный капитал, \$ млн
1990	0		
1991	9	95,41	858,69
1992	26	89,14	2317,78
1993	37	109,57	4054,36
1994	40	119,15	4766,31
1995	36	103,32	3799,55
1996	72	106,20	7646,58
1997	73	98,46	7187,79
Всего 1990–1997	293	103,03	30551,06
Страна	Количество ADR-IPO	Дата первого ADR-IPO	Рейтинг риска страны по версии Еuroмопеуна дату первого IPO
Израиль	50	08 / 1991	72,6
Канада	35	05 / 1991	97,1
Великобритания	26	04 / 1992	96,9
Мексика	22	11 / 1991	59,4
Нидерланды	20	12 / 1991	95,2
Гонконг	19	09 / 1991	85,6
Франция	16	10 / 1997	98,2
Бермуды	11	08 / 1993	57,1
Ирландия	9	10 / 1992	89,8
Чили	7	06 / 1992	69,6
Китай	7	07 / 1993	71,5
Россия	1	11 / 1996	42,6

Источник: Bruner et al., 2000; Securities Data Corporation New Issues database
Примечание. Выборка состоит из всех IPO иностранных компаний, проводившихся в США по методу «твердых обязательств», за исключением IPO компаний, которые уже имели акции, обращавшиеся на биржах за пределами США.

Таблица 7. Иностранные IPO на биржах США 1991–1997 (ADR 3-го уровня) . 10 стран с наибольшим количеством ADR-IPO на американских биржах и Россия

на родине. За Израилем следуют Канада, Великобритания и Мексика. На момент исследования российские компании провели только одно IPO.

Публичный рынок американских облигаций «Янки» для иностранных компаний (Yankee Bonds)

Облигациями «Янки» (Yankee Bonds) называются публичные облигации, выпущенные не американскими компаниями на американском рынке. Впервые корпоративные облигации «Янки» были выпущены в начале 1900-х. Эмитентами облигаций «Янки» являются иностранные компании, обязанные пройти регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Все расчеты производятся в долларах США и на территории США. Андеррайтером выпуска должен быть синдикат американских банков. Иностранному компаниям нужно соответствовать положениям Закона «О ценных бумагах» 1933 г. и Закона «О биржах» 1934 г. Облигации «Янки» являются зарегистрированными облигациями, т. е. имя покупателя регистрируется эмитентом. Эмитент должен предоставить в Комиссию проспект, содержащий детальную финансовую информацию о компании. Облигаций «Янки» дают иностранным (не американским) компаниям возможность осуществлять заимствования на публичном рынке, который является одним из крупнейших и самых ликвидных публичных

рынков долгового капитала. Основными инвесторами здесь являются американские страховые компании (life insurance) и пенсионные фонды, традиционно покупающие долгосрочные долговые инструменты, соответствующие их долгосрочным финансовым обязательствам. Таким образом, этот рынок является одним из немногих, предоставляющих иностранным компаниям возможность получения долгосрочного финансирования.

Хотя рынок облигаций «Янки» зародился в начале 1900-х гг., период его особенно значительного роста пришелся на последние двадцать лет. Выпуск облигаций «Янки» увеличился от \$3,2 млрд в 1980 г. до \$50 млрд в 1998 г., более чем в три раза превышая количество акционерного капитала, полученного иностранными компаниями на рынках США (около \$15 млрд). Табл. 8 дает дополнительную информацию о структуре и динамике развития рынка корпоративных облигаций «Янки».

Как видно из табл. 8, на рынке облигаций «Янки» преобладают финансовые корпорации, за которыми следуют промышленные компании и предприятия коммунальной сферы (инфраструктурные). Первоначально на рынке доминировали канадские компании, но затем первое место перешло к европейским корпорациям. В 1990-е гг. значительно выросла доля азиатских и латиноамериканских компаний. Хотя сейчас на рынке преобладают облигации с инвестиционным рейтингом, тем не менее, значительное место занимают высокодоходные облигации (Junk bonds), которые в 1992–1995 гг. занимали 24% рынка.

		1980–1983	1984–1987	1988–1991	1992–1995	1996–1998	1980–1998
Всего, \$ млн		8522	8386	19888	72223	134311	243329
Место расположе- ние фирмы- эмитента	Канада	6949	2907	11725	27043	24763	73387
	Европа	1110	1806	3908	27097	81869	115789
	Азия	270	2842	3201	8624	11607	26545
	Лат. Америка	—	—	—	4083	6655	10738
	Австралия и Н. Зеландия	134	682	1034	4217	7363	13430
	Африка и Ближний Восток	59	150	20	140	524,7	894
	Бермуды и Кайманы	—	—	—	1019	1531	2550
% с инвестиционным рейтингом		96	91	96	76	91	87
	Промышленность	2584	1487	2337	32291	28667	67366
	Коммунальное хозяйство	4279	1641	5836	11661	12923	36340
	Финансовый сектор	1658	5259	7431	28271	92721	135339
<i>Источник:</i> Securities Data Corporation, Miller and Puthenpurackal, 2001							
<i>Примечание.</i> Облигации «Янки» определяются как публичные облигации, выпущенные не американскими компаниями на американском рынке. Данные в таблице включают как простые, так и конвертируемые облигации.							

Таблица 8. Выпуск корпоративных облигаций «Янки» 1980–1998 гг. (в \$ млн.)

Отличия облигаций «Янки» от еврооблигаций

Надо отметить, что крупнейшим рынком корпоративного публичного долгового капитала для не американских компаний является рынок еврооблигаций. Еврооблигации — это облигации, которые выпускаются за пределами юрисдикции какой-либо страны. Еврооблигации могут быть деноминированы в различной валюте (например, в песо или иенах), однако крупнейший сегмент данного рынка — облигации, деноминированные в американских долларах (т. н. евродолларовые облигации). Они были впервые выпущены в 1963 г. Последнее десятилетие было периодом сильного роста рынка евродолларовых облигаций. В 1998 г. объем рынка корпоративных облигаций «Янки» составил только 1 / 6 от объема рынка корпоративных еврооблигаций (\$49,9 млрд и \$296,3 млрд соответственно) и примерно 1 / 2 часть рынка корпоративных евродолларовых облигаций (\$94,8 млрд).

Рынок еврооблигаций находится вне какой-либо юрисдикции (в том числе и юрисдикции США), поэтому фирмы, выпускающие еврооблигации не должны следовать американским законам о ценных бумагах, выполнять требования Комиссии США по ценным бумагам и придерживаться жестких постановлений о предоставлении финансовой отчетности. Кроме того, еврооблигации выпускаются на предъявителя, что позволяет сохранить конфиденциальность покупателей. По многим причинам, в частности из-за возможности избежать оплаты налогов, данная черта еврооблигаций привлекает многих инвесторов. Новые еврооблигации не могут быть проданы американским инвесторам, поскольку расходятся с законодательством США, которое запрещает выпуск облигаций на предъявителя. Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешает продажу еврооблигаций американским инвесторам только по истечении 90 дней после их выпуска. Инвесторские базы евродолларовых облигаций и «Янки» сильно отличаются друг от друга. В то время как

на рынке корпоративных облигаций в США преобладают институциональные инвесторы с долгосрочным горизонтом инвестирования, на рынке еврооблигаций значительную роль играют частные инвесторы, которые, как считается, имеют более короткий инвестиционный горизонт (Miller and Puthenpurackal, 2001). В последнее время на рынке еврооблигаций усилилось влияние центральных банков и страховых компаний. Однако и они в силу валютных рисков и требований ликвидности предпочитают более «короткие» бумаги. В результате большинство еврооблигаций имеют срочность от трех до десяти лет (срочность облигаций «Янки» — 14,5 лет). Еще одно отличие состоит в том, что по облигациям «Янки» купон выплачивается раз в полгода, а проценты по еврооблигациям — раз в год.

Ценообразование на облигации «Янки»

В целях изучения ценообразования на облигации «Янки» Миллером и Путенпуракалем (Miller и Puthenpurackal) была использована выборка из 260 эмиссий, произведенных фирмами из 16 стран в период с 1987 г. по 1998 г. Основным критерием, по которому отбирался материал, — наличие данных, необходимых для вычисления прибыльности выпуска (цена предложения, размер купонов, срочность). Из вычислений исключались облигации финансовых корпораций, конвертируемые облигации и выпуски с плавающей ставкой купона. Табл. 9 содержит основные данные о параметрах облигационных выпусков, вошедших в выборку.

Миллер и Путенпуракал употребили регрессионный анализ. В качестве зависимой переменной использован показатель цены долгового капитала — спред доходности, который вычисляется как доходность на момент выпуска облигаций «Янки» минус доходность государственных облигаций с одинаковой срочностью. Для вычисления доходности облигаций использовались данные обо всех чистых выплатах по облигационному займу с учетом оплаты услуг андеррайтеров и прочих издержек.

Основные характеристики выборки	Средний размер выпуска, \$ млн	214,80
	Средняя срочность (лет)	14,51
	Процент выборки с инвестиционным рейтингом	74,62%
	Процент выборки с возможностью досрочного погашения (call)	32,31%
	Процент выборки с амортизационным фондом (sinking fund)	1,92%
	Процент выборки с субординированным долгом	3,8%
	Процент выборки с предыдущим размещением акций в США	59,2%
	Процент выборки с предыдущим выпуском облигаций в США	48,1%
	Процент выборки с предыдущим выпуском или акций или облигаций в США	74,6%
<i>Источник:</i> Miller and Puthenpurackal, 2001		

Таблица 9. Основные параметры выборки из 260 выпусков корпоративных облигаций «Янки», 1987–1998 гг.

Согласно финансовой теории, цена корпоративных облигаций должна зависеть от риска дефолта эмитента, срочности облигаций, размера эмиссии, наличия возможности досрочной оплаты или стабилизационного фонда, общих экономических условий на момент выпуска. В качестве независимых (объясняющих) переменных использовались следующие:

I_{Aaa} , I_{Aa} , I_{A1A3} , I_{Baa} , I_{Ba1} , I_{Bc} — бинарные переменные (0 / 1), индикаторы для облигаций с рейтингом Aaa ; Aa1, Aa2, Aa3; A1, A2, A3; Baa1, Baa2, Baa3; Ba1, Ba2, Ba3 и т. д. Различный рейтинг подразумевает различную вероятность корпоративного дефолта. Первая категория поглощается константой в регрессионном уравнении.

L_n (Срочность) — натуральный логарифм срочности облигационного выпуска.

L_n (Размер) — натуральный логарифм размера облигационного выпуска.

«Премия за риск» — разница между индексом доходности корпоративных облигаций (с рейтингом Aaa) и доходностью государственных облигаций на день размещения.

«Досрочная выплата» — бинарная переменная-индикатор для наличия возможности досрочной выплаты.

«Субординированный долг» — бинарная переменная-индикатор для субординированного долга.

«Амортизационный фонд» — бинарная переменная, индикатор наличия амортизационного фонда (sinking fund).

«Волатильность» — волатильность обменного курса между долларом США и валютой данной страны за 30 дней до размещения облигационного займа.

Помимо стандартных переменных, определяющих цену долгового капитала, на цены облигаций иностранных компаний оказывают влияние характеристики страны компании эмитента. Инвесторы требуют разную премию для облигаций компаний из различных стран. Особую роль в ценообразовании играет защита прав кредиторов в данной стране и степень соблюдения существующего корпоративного законодательства. Инвесторы также требуют премию для компаний, выходящих на фондовый рынок США впервые и не имеющих кредитной и инвестиционной истории в США. Поэтому кроме традиционных переменных в регрессионное уравнение исследователями были включены следующие переменные.

«Развивающиеся рынки» — бинарная переменная-индикатор для облигаций корпораций из стран с развивающимся рынком (emerging market).

«Власть закона» — индекс от 0 до 10, суммирующий степень соблюдения законов в данной стране (10 означает самую высокую степень соблюдения законов).

«Права кредиторов» — индекс от 0 до 4, который суммирует степень соблюдения прав кредиторов в данной стране (4 — означает самую высокую степень защиты прав кредиторов).

«Предыдущий выпуск акций» — бинарная переменная-индикатор для облигаций компаний, которые уже размещали акции на публичном рынке США.

«Предыдущий выпуск облигаций» — бинарная переменная-индикатор для облигаций компаний, которые уже размещали облигации на публичном рынке США.

«Предыдущий выпуск Rule 144A» — бинарная переменная-индикатор для облигаций компаний, которые уже размещали долговые бумаги на частном рынке корпоративного долга (категория Rule 144A).

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 10.

Результаты базовой модели показывают, что все коэффициенты имеют ожидаемый знак и большинство из них статистически значимы. Коэффициенты для всех рейтинговых индикаторных переменных положительны, это значит, что риск дефолта увеличивает спрэд на облигации «Янки». Например, коэффициент для I_{A1A3} статистически значим и равен 0,3419. Это означает, что спрэд доходности на облигации с рейтингом A1-A3 в среднем на 34 базисных пункта (= 0,34%) выше, чем спрэд на облигации категории Aaa. Коэффициент для индикатора I_{Ba1} статистически значим и равен 2,3388, на этом основании можно сделать вывод о том, что спрэд на облигации категории Ba1-Ba3 в среднем на 234 базисных пункта (2,33%) выше, чем спрэд на облигации категории Aaa. Коэффициент для индикаторной переменной «досрочная выплата» является статистически значимым и равен 0,3272. Из этого следует, что в среднем наличие в контракте возможности досрочно выплатить долг по облигациям увеличивает стоимость долгового капитала на 33 базисных пункта (0,33%). Коэффициент индикаторной переменной «амортизационный фонд» (sinking fund) статистически значим и равен 0,7634. Это означает, что в целом облигации, имеющие в своей структуре амортизационный фонд, воспринимаются рынком как более рискованные и имеют спрэд в среднем на 76 базисных пункта выше, чем спрэд на облигации без амортизационного фонда.

Во втором случае исследователями к базовой модели была добавлена переменная-индикатор для компаний из стран с развивающимися рынками. Коэффициент данной переменной статистически значим и равен 0,2606. Это означает, что в среднем (при прочих равных условиях) спрэд на корпоративные облигации компаний из стран с развивающимися рынками на 26 базисных пункта выше, чем спрэд на облигации компаний из развитых стран.

В полной модели коэффициент для переменной «власть закона» статистически не значим. Однако коэффициент для совместной переменной «права кредиторов» * «власть закона» статистически значим и равен 0,0121. Таким образом, «права кредиторов» и «власть закона» действуют только в присутствии друг

Независимые переменные	Зависимая переменная — спред доходности между облигациями «Янки» и государственными облигациями соответствующей срочности, %		
	Базовая модель	Модель с переменной для развивающихся рынков	Полная модель
Константа	1,9301*	1,9849*	2,2136*
I _{Аа}	0,0680	0,0520	0,2139
I _{А1А3}	0,3419*	0,2989*	0,6286*
I _{Ваа}	0,6081*	0,5720*	0,8516*
I _{Ва1}	2,3388*	2,2524*	2,3536*
I _{Вс}	3,7627*	3,6663*	3,7433*
L _n (Срочность)	−0,0795	−0,0733	0,0002
L _n (Размер)	−0,2416*	−0,2567*	−0,2182*
«Премия за риск»	0,7866*	0,7826*	0,9480*
«Досрочная выплата»	0,3272*	0,3964*	0,4262*
«Субординированный долг»	0,5010	0,5350	0,5515
«Амортизационный фонд»	0,7634*	0,7543*	0,6218*
«Волатильность обменного курса»	30,24*	41,00*	42,68*
«Развивающийся рынок»		0,2606*	
«Власть закона»			−0,0495
«Права кредиторов»*«Власть закона»			−0,0121*
«Предыдущий выпуск акций»			−0,2280*
«Предыдущий выпуск облигаций»			−0,3541*
«Предыдущий выпуск 144А»			0,1413
Количество наблюдений	260	260	260
R ²	0,809	0,813	0,833

* — статистически значимые коэффициенты на общепринятом уровне значимости (5 или 10%)
 Источник: Miller and Puthenpurackal, 2001

Таблица 10. Ценообразование на облигации «Янки». Результаты регрессионного анализа.

друга и способствуют уменьшению спреда на корпоративные облигации. Например, у Мексики значение индекса «права кредиторов» равно 0, а индекса «власть закона» — 5,35. В то же время значение индекса «права кредиторов» Великобритании равно 4, индекса «власть закона» — 8,57. В результате в среднем спред на облигации Великобритании на 41,4 базисных пункта ($-0,0121 \cdot 4 \cdot 8,57$) ниже, чем спред на мексиканские корпоративные облигации. Коэффициент для переменной «предыдущий выпуск акций» статистически значим и равен $-0,2280$. Это означает, что в среднем компании, уже размещавшие акции на публичном рынке могут выпускать облигации со спредом на 22 базисных пункта ниже, чем организации, у которых нет опыта предварительного размещения акций и истории раскрытия финансовой информации. Коэффициент для переменной «предыдущий выпуск облигаций» статистически значим и равен $-0,3541$. Поэтому новички на рынке облигаций в среднем вынуждены платить на 35 базисных пункта больше, чем компании уже выходившие ранее на рынок облигаций.

Американский долговой рынок категории «144А» для иностранных компаний

Rule 144A разрешает эмитентам получать как долговой, так и акционерный капитал. Однако количество долгового капитала, приобретенного компаниями в соответствии с Rule 144A, почти в 8 раз превышает количество полученного акционерного капитала. Количество долгового капитала категории Rule 144A, полученного как американскими, так и иностранными промышленными компаниями, за 6 лет выросло 60 раз (менее \$1 млрд в 1991 г. — \$60 млрд в 1997 г.). Для иностранных эмитентов количество долгового капитал категории Rule 144A увеличилось с \$378 млн (1991 г.) до \$12,1 млрд (1997 г.). Доля долга 144А от всего долгового капитала, полученного иностранными фирмами, выросла с 11% (1991 г.) до 65% (1997 г.). Таким образом, в 1990-е гг. центр привлечения долгового капитала иностранными фирмами сместился с публичного

рынка на рынок Rule 144A. Ожидается, что в будущем рынок долга категории Rule 144A станет основным рынком долгового капитала для иностранных компаний (Chaplinsky and Ramchand, 2002). Чаплински и Рамчанд (Chaplinsky and Ramchand) в 2002 г. исследовали рынок долга категории Rule 144A для иностранных промышленных компаний в период с 1991 по 1997 г. В выборку вошли все эмиссии долга иностранными промышленными (но не финансовыми и коммунальными) компаниями с фиксированной процентной ставкой и со срочностью не менее двух лет. Всего включено 195 эмиссий. В табл. 11. представлены основные характеристики эмиссий за период с 1991 г. по 1997 г. Как видно из табл. 11, количество эмиссий, проведенных иностранными промышленными компаниями, возросло с трех (1991 г.) до 84 (1997 г.) Всего за указанное время иностранные промышленные компании на рынке долга категории Rule 144A получили \$23,5 млрд, для сравнения, на рынке публичного долга они получили за этот же период \$34,3 млрд (Chaplinsky and

Ramchand, 2002). Надо отметить, что общая сумма частного и публичного долга для промышленных иностранных компаний за этот же период практически не менялась: с 1991 г. по 1993 г. она была равна \$20,3 млрд, а в 1997 г. — \$18,6 млрд. с1991 г. по 1997 г. сумма частного (144A) и публичного долга иностранных фирм оставалась на уровне 14-16% от уровня всего долгового рынка за этот период. Можно сделать вывод: рост долга категории 144A для иностранных компаний происходил за счет уменьшения доли рынка публичного долга (Chaplinsky and Ramchand, 2002).

Сравнение рынка частного долга категории «144A» с рынком публичного долга для иностранных компаний в США

Чаплински и Рамчанд составили выборку из 170 сопоставимых эмиссий публичного долга проведенных иностранными компаниями за вышеуказанный период времени. В табл. 12 приводится сравнение основных характеристик публичного долга и долга

Год	Количество эмиссий	Количество стран	Общая сумма долга, \$ млн	Средний размер эмиссии, \$млн
1991	3	3	378	126
1992	3	2	260	87
1993	38	12	3080	81
1994	11	9	1005	91
1995	8	6	1911	239
1996	48	23	4740	99
1997	84	26	12127	144
Всего	195		23501	
Крупнейшие 10 стран по размеру эмиссий и Россия	Количество эмиссий	Совокупный размер эмиссий, \$ млн	Год первого выпуска	Рейтинг риска страны в год первого выпуска (Euromoney)
Мексика	42	3592	1991	59,40
Канада	21	2644	1991	97,14
Малайзия	5	2000	1993	78,52
Бразилия	21	1961	1993	42,61
Великобритания	15	1599	1993	94,72
Гонконг	5	1250	1993	85,22
Аргентина	15	1085	1993	50,46
Нидерланды	6	883	1992	99,08
Ю. Корея	4	727	1997	78,29
Норвегия	4	665	1996	94,97
Россия	3	375	1997	50,72

Источник: Chaplinsky and Ramchand, 2002, Securities Data Corporation, New Issues database.

Таблица 11. Эмиссии долга категории 144A проведенные иностранными промышленными компаниями, 1991–1997 гг.

категории Rule 144A иностранных компаний. В среднем размер эмиссии частного долга равен \$121 млн. Средняя срочность частного долга — девять лет. А средний размер эмиссии публичного долга составляет \$207 млн, его средняя срочность — 13 лет. Практически весь публичный долг имеет рейтинг (99%), хотя это и не является обязательным. Для сравнения, только 63% эмиссий частного долга имеет рейтинг, при этом 41% этого долга является высокодоходным долгом (junk bonds). Для публичного долга доля высокодоходного долга составляет 29%. Еще одно отличие состоит в том, что доля долга, выпущенного компаниями с развивающихся рынков (emerging markets): у частного долга она составляет 59%, а у публичного долга только 13%. Частный долг характеризуется значительным разнообразием: внутри категории Rule 144A существует 40 различных групп, в то время как можно выделить 24 типа публичного долга. Около 20% частного долга классифицируется как облигации (bonds), которые в свою очередь делятся на восемь различных категорий: глобальные облигации (global bonds), обменываемые облигации (exchangeable bonds), рефинансируемые облигации (refunding bonds), гарантированные облигации (guaranteed bonds), облигации с амортизационным фондом (sinking fund bonds),

субординированные и старшие облигации (subordinated and senior bonds), доходные облигации (revenue bonds).

Ценообразование на частный долг категории Rule 144A для иностранных компаний на американском рынке

Для изучения ценообразования на долг категории Rule 144A для иностранных компаний Чаплински и Рамчанд использовали регрессионный анализ объединенной выборки частного и публичного долга. Результаты анализа представлены в табл. 13.

Авторы включили в анализ три регрессионные уравнения. Одно из них подходит для вычисления всех видов долга, из двух других одно — для расчета долга с инвестиционного рейтинга, другое — высокодоходного долга. Зависимой (объясняемой) переменной в регрессионном анализе является показатель стоимости долгового капитала спред доходности между доходностью корпоративного долга и доходностью государственной облигации одинаковой срочности на момент эмиссии. Независимыми (объясняющими) в уравнении являются указанные ниже переменные.

«Rule 144A» — бинарная переменная-индикатор для частного долга. В данном случае публичный

	Долг категории Rule 144 A (N = 195)	Публичный долг (N=170)
Средний размер эмиссии, \$ млн	121	207
Средняя срочность	9	13
Качество долга		
Пропорция старшего (senior) долга	93%	97%
Пропорция обеспеченного залогом долга	27%	17%
Пропорция сложного долга	0,5%	0%
Пропорция долга с рейтингом	63%	99%
Рейтинг ниже Ваа3 / ВВВ (высокодоходный долг)	41%	29%
Рейтинг Ваа3 — А1	19%	63%
Рейтинг выше Аа3	4%	8%
Пропорция долга с развивающихся рынков	59%	13%
Раскрытие финансовой информации:		
Информация не раскрывается	60%	0%
Компания зарегистрирована на бирже США	11%	20%
Компания зарегистрирована на бирже за пределами США	22%	58%
<i>Примечание:</i> Обеспеченный долг — долг, имеющий определенные активы для своего обеспечения. Сложный долг — долговые обязательства, обеспеченные лизом или траст-сертификатами оборудования. Развивающиеся рынки — рынки, имеющие страновой рейтинг риска ниже 85. «Информация не раскрывается» означает, что компания не является публичной компанией. <i>Источник:</i> Chaplinsky and Ramchand, 2002		

Таблица 12. Сравнение основных характеристик долга категории Rule144A и публичного долга для иностранных компаний, 1991–1997

Независимые переменные	Зависимая переменная — спрэд доходности между доходностью корпоративного долга и государственной облигации одинаковой срочности на момент эмиссии		
	Весь долг с рейтингом (N=292)	Долг с инвестиционным рейтингом (N=165)	Высокодоходный долг (N=127)
Константа	4,011*	2,813*	5,225*
Rule 144A	0,491*	0,304*	-0,507
«Индекс времени»	-0,148*	-0,125*	-0,186*
«Высокая доходность»	1,392*		
«Высокая доходность»* Rule 144A	-0,654*		
«Раскрытие финансовой информации»	-0,081	-0,186	-0,008
«Рейтинг»	-0,265*	-0,176*	-0,497*
Ln (Размер)	-0,134	-0,041	-0,214
Ln (Срочность)	0,180*	0,276*	-0,107
«Премия за риск дефолта»	0,902*	0,127	4,832*
«Возникающий рынок»	0,149	0,388*	0,393
R ²	72%	49,4%	32,2%

* — коэффициент статистически значим на общепринятом уровне значимости
 Источник: Chaplinsky and Ramchand, 2002

Таблица 13. Ценообразование на рынках публичного и частного долга США для иностранных компаний. Результаты регрессионного анализа, 1991–1997.

долг является точкой отсчета, поглощаемой в константе уравнения.

«Индекс времени» — в 1991 г. переменная была равна нулю и увеличивается на единицу каждый год.

«Высокая доходность» — бинарная переменная-индикатор для долга с рейтингом ниже Baa3.

«Высокая доходность»* Rule 144A — совмещенная переменная.

«Раскрытие финансовой информации» — бинарная переменная-индикатор, равна единице, если компания публично раскрывает финансовую информацию.

«Рейтинг» — индекс, равен 1 для самого низкого рейтинга и увеличивается по мере увеличения рейтинга

Ln (Размер) — натуральный логарифм размера эмиссии.

Ln (Срочность) — натуральный логарифм срочности выпуска.

«Премия за риск дефолта» — разница между доходностью индексов облигаций Shearson Lehman Corporate Bond и Treasury Bond.

«Возникающий рынок» — бинарная переменная-индикатор, равна единице для компаний из стран с развивающимся рынком.

Результаты регрессионного анализа показывают, что стоимость частного долга значительно выше, чем цена публичного долга. Коэффициент для переменной Rule 144A статистически значим и равен 0,491. Это означает, что при прочих равных условиях в среднем долг категории Rule 144A почти

на 0,5% (49,1 б. п.) дороже публичного долга. Высокодоходный долг в среднем на 1,392% дороже долга с инвестиционным рейтингом. Коэффициент для переменной «индекс времени» является статистически значимым и негативным. Это означает, что стоимость долгового капитала снижается с течением времени примерно на 15 б. п. ежегодно. Неожиданным становится то, что коэффициент для переменной «раскрытие финансовой информации» не является статистически значимым. Вопреки ожиданиям, публичное раскрытие финансовой информации не ведет к снижению стоимости долгового капитала. Согласно финансовой теории, увеличение срочности долга ведет к увеличению спреда.

Пожалуй, самый интересный результат заключается в том, что коэффициент для переменной Rule 144A является статистически значимым как в уравнении для долга с инвестиционным рейтингом, так и при вычислении уравнения высокодоходного долга. Однако в первом случае коэффициент положителен и равен 0,304. Это означает, что в случае с долгом инвестиционной категории частный долг на 30 б. п. дороже публичного, что вполне согласуется со стандартной финансовой теорией. Если говорить о высокодоходном долге, то коэффициент равен -0,507, т. е. частный высокодоходный долг имеет спрэд на 50 б. п. ниже высокодоходного публичного долга. Исследователи объясняют этот парадоксальный факт тем, что у частных инвесторов (квалифицированных институциональных инвесторов) больше возможностей проведения мониторинга и

организации контроля эмитентов с высоким уровнем риска, чем покупатели публичного долга. В результате в случае с частным долгом информационная асимметрия ниже, чем в случае с публичным долгом, это и находит отражение в цене высокодоходного (т. е. высокорискового) долга.

Заключение

Выход на американские фондовые рынки с программой ADR или корпоративных облигаций является весьма сложным процессом, для успешного осуществления которого компании потребуются помощь большого числа самых разнообразных специалистов. Первым и весьма полезным шагом на этом пути может стать посещение учебного семинара для финансовых директоров и руководителей предприятий, посвященного выходу на зарубежные фондовые рынки. Подобные занятия проводятся различными организациями и консалтинговыми компаниями. Пример может служить двухдневный семинар, проводимый Центром профессионального обучения компании «Эрнст энд Янг»²², «Выход на зарубежные фондовые рынки», в ходе которого рассматриваются практические вопросы подготовки и выпуска ADR. Семинар разработан для руководителей компаний, финансовых директоров и консультантов, а также сотрудников инвестиционных компаний.

Говоря об ADR, необходимо упомянуть о негативном воздействии, которое программы ADR оказывают на развитие формирующихся фондовых рынков. По мере того как фирмы различных стран все больше переключаются на американские фондовые рынки, происходит снижение активности на внутренних фондовых рынках. За последние годы накопилось множество свидетельств того, что развитие программ ADR ведет к снижению ликвидности и масштабов торговли на местных фондовых рынках. Результатом является снижение мотивации к инновационной деятельности и развитию рынков капитала внутри страны, потеря значимости местными рынками. Исследователь из Гарвардской Школы Бизнеса Альберто Моэль (A. Moel) провел эконометрическое исследование влияния ADR на развитие 28 фондовых рынков развивающихся стран (Moel, 2001). Результаты исследования заслуживают внимания и осмысления. Увеличение на один процент доли компаний, имеющих программу ADR, ведет к 9%-тному снижению оборота торгов на местных фондовых рынках. Самым негативным образом развитие программ ADR влияет на развитие местных фондовых рынков: одна новая программа ADR

статистически ведет к потере (делистингу) местным рынком одной фирмы в год листинга ADR и еще четырем делистингам на следующий год. Таким образом, единственная новая программа ADR ведет к потере местным фондовым рынком пяти других фирм. В другом эконометрическом исследовании ведущий американский специалист по ADR исследует воздействие программ ADR на развитие как самих компаний, выпускающих, так и не выпускающих ADR (Karolyi, 2003) на материалах 12 фондовых рынков развивающихся стран. В качестве показателей уровня развития ADR в стране Эндрю Кэролий (Karolyi) использовал долю компаний с ADR, долю капитализации внутреннего рынка у компаний с ADR и долю объемов торгов акциями у компаний с ADR. В качестве зависимых (объясняемых) переменных были выбраны рыночная капитализация компаний без ADR, количество компаний, прошедших листинг на внутренних биржах, и объем торгов акциями компаний без ADR. Результаты исследования представлены в табл. 14.

Как видно из первой части табл. 14, развитие программ ADR негативно влияет на рыночную капитализацию и объем торгов акциями компаний, не имеющих ADR, а также на общее количество компаний, прошедших листинг на домашних биржах. С другой стороны, из второй части табл. 16 видно, что развитие ADR положительно отражается на компаниях, выпускающих ADR, — растет их капитализация и объем торговли акциями этих компаний. Также увеличивается их доля в капитализации местных фондовых рынков. В результате развития программ ADR крупные компании растут, а их доминирующая роль на местных рынках только усиливается. В то же время затрудняется развитие всех других организаций и ограничивается количество акционерного капитала, доступного для компаний, которые не имеют своих программ ADR. Таким образом, развитие ADR способствует консервации олигополистической структуры отраслевых рынков в экономике развивающихся стран. Экономистам еще предстоит проанализировать и понять механизм воздействия программ ADR на развитие внутренних фондовых рынков, однако несомненно, что развитие программ ADR крупными российскими компаниями должно сопровождаться целенаправленными компенсирующими действиями по развитию внутренних российских фондовых рынков и увеличению доступности внешнего акционерного капитала для менее крупных российских компаний.

²² Ernst & Young. «Как повысить свою квалификацию? Семинары на 2003–2004.»

Независимые переменные	Независимые (объясняющие переменные) — мера развития ADR в стране		
	Доля компаний, имеющих программу ADR	Доля капитализации домашнего рынка у компаний, имеющих ADR	Доля объемов торговли акциями у компаний, имеющих ADR
Зависимые (объясняемые переменные) — мера развития фондовых рынков и компаний в стране			
Рыночная капитализация компаний, не имеющих программы ADR (поделенная на ВВП страны)	-0,00936*	-0,00683*	-0,00446*
Количество компаний на национальной бирже, не имеющих ADR (поделенная на ВВП страны)	-0,00777*	-0,00239*	-0,00109*
Объем торговли акциями компаний, не имеющих ADR (поделенный на ВВП страны)	-0,00961*	-0,00006	-0,01062*
Рыночная капитализация компаний, имеющих программы ADR (поделенная на ВВП страны)	0,00604*	0,02786*	0,00787*
Количество компаний на национальной бирже, имеющих ADR (поделенная на ВВП страны)	0,00394*	0,00146*	0,00070*
Объем торговли акциями компаний, имеющих ADR, поделенный на ВВП страны	0,00493*	0,00815*	0,01399*
<p><i>Примечание:</i> * — коэффициент статистически значим на общепринятом уровне значимости Константы в уравнениях и значения коэффициентов других контрольных переменных не показаны в таблице. Источник: Karolyi, 2003</p>			

Таблица 14. Влияние программ ADR на развитие национальных фондовых рынков в странах инкорпорации компаний и на другие компании страны. Результаты регрессионного анализа

Приложение.

Полный список Депозитарных Расписок российских компаний на рынках США (Bank of New York Complete DR Directory)

Как видно из приложения, большинство российских компаний имеют т. н. ограниченные

депозитарные расписки, категории 144A и Regulation S, а также депозитарные расписки первого уровня. В приложении используются сокращения для наименования депозитарных банков: DB — Deutsche Bank, MGT — Morgan Guarantee Trust BNY — Bank of New York

Выпуск ДР	Категория	Место торгов	Соотношение ДР к акциям	Отрасль по международной классификации	Депозитный банк	Дата выпуска
ОАО «Аэрофлот»	GDR-144A	PORTAL	1:100	Airlines	DB	22/12/2000
ОАО «Аэрофлот»	GDR-Reg S		1:100	Airlines	DB	22/12/2000
ОАО «Акрихин», привилегированные	GDR-144A	PORTAL	1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
ОАО «Акрихин», обычные	GDR-Reg S		1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
«Акрихин», привилегированные	GDR-Reg S		1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
ОАО «Акрихин», обычные	GDR-144A	PORTAL	1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
ОАО «Акрихин», Unit	GDR-144A	PORTAL	1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
ОАО «Акрихин», Unit	GDR-Reg S		1:100	Pharmaceuticals	BNY	28/05/1998
ОАО «Ленэнерго» (Lenenergo)	GDR-Reg S		1:80	Electric Utilities	BNY	16/09/1999
ОАО «Ленэнерго»	ADR	OTC	1:80	Electric Utilities	MGT	13/01/2001
ОАО «Мосэнерго»	ADR Level 1	OTC	1:100	Electric Utilities	BNY	17/01/1997
ОАО «Сургутнефтегаз»		OTC	1:50	Energy	BNY	30/12/1996
ОАО «Сургутнефтегаз» привилегированные		OTC	1:100	Energy	BNY	19/03/1998

Выпуск ДР	Категория	Место торгов	Соотношение ДР к акциям	Отрасль по международной классификации	Депозитный банк	Дата выпуска
ОАО «Красный Октябрь»	GDR-Reg S		1:1	Food	BNY	20/08/1999
ОАО «Автоваз»	GDR-Reg S		1:1	Auto		
				Manufacturers	BNY	28/10/1999
ОАО Банк «Возрождение»	ADR	OTC	1:1	Banks	BNY	03/07/1996
ОАО «Башинформсвязь»	ADR Level 1	OTC	1:60	Communications		
				Tech	BNY	02/11/1998
ОАО «Бурятзолото»	ADR	OTC	1:1	Mining & Metals	BNY	27/10/1997
ОАО «Дальневосточное пароходство» (Far East Shipping Company)	GDR-Reg S		1:50	Industrial Transport	BNY	16/09/1999
ОАО «Газпром»	ADS-144A	PORTAL	1:10	Energy	BNY	01/10/1996
ОАО «Газпром»	Reg S		1:10	Energy	BNY	21/05/1999
ОАО «Газпром»	Reg S		1:10	Energy	BNY	01/10/1996
АО «Торговый дом ГУМ»	ADR	OTC	1:2	Retail	BNY	07/07/1996
Банк «Инкомбанк»		OTC	1:15	Banks	BNY	28/05/1996
ОАО «Иркутскэнерго»	ADR	OTC	1:50	Electric Utilities	BNY	23/01/1997
«Норильск Никель»	ADR Level 1	OTC	1:1	Mining & Metals	BNY	15/06/2001
РАО «Роснефтегазстрой»	ADR Level 1	OTC	1:50	Energy	BNY	07/08/1997
ОАО «Самараэнерго»	ADR	OTC	1:70	Electric Utilities	BNY	09/02/1998
ОАО «Самараэнерго», привилегированные	ADR	OTC	1:140	Electric Utilities	BNY	09/02/1998
ОАО «Казанская ГТС»	ADR Level 1	OTC	1:5	Fixed Line Comm.	BNY	19/03/1998
ПЭ «Казаноргсинтез»	ADR Level 1	OTC	1:6	Energy	BNY	27/04/1999
ОАО «Кузбассэнерго»	ADR Level 1	OTC	1:10	Energy	BNY	23/10/1997
ОАО «Ломо»	GDR-Reg S		1:10	Adv. Indust.		
				Equip.	BNY	16/09/1999
ОАО «Лукойл»	ADR Level 1	OTC	1:4	Energy	BNY	01/12/1995
ОАО «Лукойл»	144A	PORTAL	1:4	Energy	BNY	03/11/1997
ОАО «Лукойл»	144A	PORTAL	1:4	Energy	BNY	29/11/2002
ОАО «Лукойл»	Reg S		1:4	Energy	BNY	03/11/1997
ОАО «Лукойл»	Reg S		1:4	Energy	BNY	29/11/2002
ОАО «Лукойл»	144A	PORTAL	1:4	Energy	BNY	01/03/1996
Минфин-5/14/2006	GDR-144A	PORTAL	1:1000	Diversified Financial	BNY	01/07/1996
Минфин - 5/14/2006	Reg S		1:1000	Diversified Financial	BNY	01/07/1996
Минфин 5/14/2008	GDR-144A	PORTAL	1:1000	Diversified Financial	BNY	01/02/1996
Минфин 5/14/2008	Reg S		1:1000	Diversified Financial	BNY	01/02/1996
Минфин 5/14/2011	GDR-144A	PORTAL	1:1000	Diversified Financial	BNY	01/08/1996
Минфин 5/14/2001	Reg S		1:1000	Diversified Financial	BNY	01/08/1996
ОАО «Мобильные Телесистемы»	144A	PORTAL	1:20	Wireless Comm.	BNY	22/04/2003
ОАО «Мобильные Телесистемы»	Reg S		1:20	Wireless Comm.	BNY	22/04/2003
ОАО «Мобильные Телесистемы»		NYSE	1:20	Wireless Comm.	MGT	06/06/2000
ОАО «МГТС»	ADR	OTC	1:1	Fixed Line Comm.	BNY	21/06/1999
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	ADR	OTC	1:10	Chemicals	BNY	18/12/1998
ОАО «Нижнекамскнефтехим»		OTC	1:10	Chemicals	BNY	18/12/1998
ОАО «Нижнекамскшина»	ADR	OTC	1:2	Auto Parts & Tires	BNY	02/11/1998
ОАО «Телекомпания НТВ»	144A	PORTAL	1:10	Broadcasting	BNY	28/01/2000
Центральные коммуникации (Central Telecom)	ADR Level 1	OTC	1:100	Fixed Line Comm.	MGT	04/09/2001
ОАО «Электросвязь» Новосибирской области		OTC	1:8	Fixed Line Comm.	MGT	04/09/2001
ОАО «Электросвязь» Приморского Края		OTC	1:30	Fixed Line Comm.	MGT	04/09/2001

Выпуск ДР	Категория	Место торгов	Соотношение ДР к акциям классификации	Отрасль по международной	Депозитный банк	Дата выпуска
ОАО «Новгородтелеком»		OTC	20:1	Fixed Line Comm.	MGT	24/04/2002
Телефонная Сеть Санкт-Петербурга		OTC	1:50	Fixed Line Comm.	MGT	04/09/2001
ОАО «Ростелеком»	ADR	NYSE	1:6	Fixed Line Comm.	MGT	30/12/2002
ОАО «Ростовэлектросвязь»	ADR Level 1	OTC	1:5	Electric Utilities	MGT	24/04/2002
ОАО «Уралсвязьинформ»	ADR	OTC	1:200	Fixed Line Comm.	MGT	24/04/2002
ОАО «Уралсвязьинформ»	ADR	OTC	1:200	Fixed Line Comm.	MGT	25/11/2002
ОАО «Южная Телеком-муникационная компания»		OTC	1:50	Fixed Line Comm.	MGT	24/04/2002
ОАО «ВолгаТелеком»	ADR	OTC	1:2	Fixed Line Comm.	MGT	24/04/2002
ОАО «Приморское Морское Пароходство»		OTC	1:10	Industrial		
				Transport	BNY	25/03/1008
ОАО «Ростовэнерго»	ADR	OTC	1:100	Electric Utilities	BNY	22/09/1998
ОАО «Ростовэнерго», привилегированные	ADR	OTC	1:100	Electric Utilities	BNY	22/09/1998
ОАО «Северский трубный завод» (Seversky Tube Works)	ADR	OTC	1:10	Mining & Metals	BNY	01/02/1996
ОАО «Северсталь»	Reg S		1:5	Heavy Construction	DB	15/12/2003
ОАО «Сибнефть»	ADR	OTC	1:10	Energy	BNY	20/04/1999
ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз», обычные акции	GDR-Reg S	--	1:2	Energy	BNY	16/09/1999
ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз», привилегированные акции	GDR-Reg S	--	1:2	Energy	BNY	16/09/1999
Sun Interbrew, Класс А	GDR-144 A	PORTAL	1:1	Beverage	BNY	24/06/1999
Sun Interbrew, Класс А, Евро	GDR-Reg S	--	1:1	Beverage	BNY	02/05/2000
Sun Interbrew, Класс А	GDR-Reg S	--	1:1	Beverage	BNY	24/06/1999
Sun Interbrew, Класс В	GDR-144A	PORTAL	1:1	Beverage	BNY	01/12/1994
Sun Interbrew, Класс В	GDR-Reg S	--	1:1	Beverage	BNY	01/12/1994
ОАО «Татнефть»	ADR Level 2	NYSE	1:20	Energy	BNY	25/03/1998
ЗАО «ТНТ-Телесеть»	144A	PORTAL	1:1	Entertainment	BNY	28/01/2000
ОАО «Торговый дом ЦУМ»	ADR	OTC	1:20	Retail	BNY	03/07/1997
УНМ Уралмаш Ижора	ADR	OTC	1:1	Industrial Equip.	BNY	16/01/2001
УНМ Уралмаш Ижора	Reg S	--	1:1	Industrial Equip.	BNY	15/01/1998
УНМ Уралмаш Ижора	144A	PORTAL	1:1	Industrial Equip.	BNY	15/01/1998
РАО «ЕЭС России»	ADR Level 1	OTC	1:100	Electric Utilities	DB	10/12/2001
РАО «ЕЭС России», привилегированные	ADR Level 1	OTC	1:100	Electric Utilities	DB	10/12/2001
РАО «ЕЭС России»	Reg S	--	1:100	Electric Utilities	BNY	12/05/1997
РАО «ЕЭС России»	Reg S	--	1:100	Electric Utilities	DB	01/04/2004
UTAIR	ADR	OTC	1:100	Airlines	BNY	26/05/1998
ОАО «Вымпел Коммуникации»	ADR	NYSE	4:3	Wireless Comm.	BNY	01/12/1996
ОАО «Вымпелком»	ADR-Reg S	--	4:3	Wireless Comm.	BNY	28/07/2000
ОАО «Волжское Танкерное пароходство» (Vogatanker)	GDR-Reg S	--	1:30	Industrial		
				Transport	BNY	16/09/1999
ОАО «Вимм Билль Данн продукты питания»	ADR Level 3	NYSE	1:1	Food	DB	08/02/2002
ОАО «Вимм Билль Данн продукты питания»	Reg S	--	1:1	Food	DB	06/05/2003
НК «Юкос»	ADR Level 1	OTC	1:4	Energy	DB	22/12/2000
НК «Юкос»	Reg S	--	1:15	Energy	DB	28/02/2002

Примечание: Bank of New York является одним из основных банков в мире, выпускающих депозитарные расписки. На интернет-сайте банка содержится детальная информация обо всех аспектах деятельности рынка депозитарных расписок, в том числе и полный список всех действующих программ ADR российских компаний (<http://www.adrbny.com>).

Литература

Aggarwal, Reena, Ian, Gran, and Hal Singer, 1999, Capital raising in the offshore market, 23 *Journal of Banking and Finance*.

Bank of New York, 2002, Solving the ADR puzzle. The expert guide to building a successful ADR program, New York.

Bank of New York, 2003, The global equity investment guide. The case for investing in depositary receipts. New York.

Bruner, Robert, Chaplinsky, Susan, and Latha Ramchand, 2000, U.S. bound IPOs: issue costs and market selectivity. Unpublished working paper, University of Virginia and University of Houston.

Chaplinsky, Susan, and Latha Ramchand, 2002, The impact of SEC Rule 144A on corporate debt issuance by international firms, forthcoming, *Journal of Business*.

Choi, Stephen, 2000, Resales of offshore securities into the United States: evaluating the overvaluation risk to U.S. investors, *Washington University Law Quarterly*, 78:519–565.

Cohen, Alexander, Bronson Gay, Edwards Bryant, and Mark Stegemoeller, 2003, Securities offering and listing in the

US: an overview for non-US issuers, Latham and Watkins, *International Financial Law Review*. A Euromoney publication.

Gande, A., 1997, American Depositary Receipts: Overview and literature survey. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6: 61–83.

Karolyi, A., 2003, The role of ADR in the development and integration of emerging equity markets, Unpublished working paper, The Ohio State University.

Miller, Darius and John Puthenpurackal, 2002, The costs, wealth effects, and determinants of international capital raising: Evidence from public Yankee bonds, *Journal of Financial Intermediation* 11, 455–485.

Moel, Alberto, 2001, The role of American Depositary Receipts in the development of emerging markets, *Economia*, Fall 2001, Brookings Institution.

Reese, William, and Michael Weisbach., 2002, Protection of minority shareholder interests, cross-listing in the United States, and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 66, 65–105.

Solomon, Robert, 2000, United States securities law and international securities transactions, mimeo, Solomon, Pearl Blum Heymann & Stich L.L.P.