

Американские депозитарные расписки как инструмент повышения капитализации нефтяной компании

М. Петрушин, старший юрист BP Trading Ltd.

Сегодня возрастающие запросы частных и институциональных инвесторов отражают их желания диверсифицировать свои инвестиционные портфели, снизить существующие риски и вкладывать капиталы наиболее эффективным способом.

В то время, когда большинство инвесторов осознают преимущества глобальной диверсификации, они понимают также и трудности, связанные с прямым инвестированием на национальных рынках. Это может включать неэффективное проведение расчетов по сделкам с ценными бумагами, неудовлетворенность услугами, предоставляемыми по их хранению, затраты на конвертацию, незнание национальной практики и налоговых систем, а также риски нарушения валютного законодательства.

В то же время российские компании уже в состоянии вести конкурентную борьбу с крупнейшими мировыми корпорациями, в том числе и на рынках капитала. Одним из самых привлекательных рынков исторически является американский.

На сегодняшнем глобализированном рынке и инвесторы и эмитенты используют американские депозитарные расписки (АДР) для расширения своих возможностей и увеличения существующей базы акционеров.

Начиная с 20-х годов XX в. брокеры используют американские депозитарные расписки (АДР) для облегчения сделок с ценными бумагами на международном рынке, которые в последнее время играют существенную роль на международном рынке. Они появились в ответ на при-

нятый в Великобритании закон, запрещавший британским компаниям регистрировать за границей акции без базирующегося в Великобритании трансфертного агента. Британским акциям не разрешалось физически покидать пределы страны, и поэтому, чтобы удовлетворить инвестиционный спрос в США, надо было создать американский инструмент. В 1955 г. SEC США установило форму S-12 для регистрации всех программ депозитарных расписок.

Американская депозитарная расписка (АДР) — это свободнообращающийся сертификат, который представляет наличие собственности на ценные бумаги (базис АДР) неамериканской компании. Депозитарные расписки возникают при приобретении брокером акций национальной компании на национальном рынке и переводе их в национальный депозитарий, с которым американский банк-депозитарий имеет договорные отношения. В дальнейшем брокер дает американскому банку-депозитарию инструкции эмитировать депозитарные расписки.

Депозитарные расписки могут свободно быть предметом торгов, как любые другие ценные бумаги, как на бирже, так и на внебиржевом рынке.

АДР позволяют инвесторам в США приобретать и торговать неамериканскими ценными бумагами с долларовой деноминацией, забыв о разнящихся сроках расчетов и проблемах, ассоциирующихся с иностранными рынками.

Выпуск АДР становится все более привлекательным для инвесторов и эмитентов по следующим причинам.

Преимущества для Инвестора	Преимущества для эмитента
Удобный инструмент владения акциями иностранных компаний	Увеличение ликвидности простых акций
Упрощенный и более знакомый порядок продажи и расчетов. (АДР торгуются, и по ним ведутся расчеты так же, как по акциям американских компаний.)	Относительно простой способ расширения базы акционеров и проникновения на американский рынок
По сравнению с напрямую приобретенными акциями на национальном рынке у АДР ниже затраты на торги и хранение	Позволяют быть более заметными для американских инвесторов
Могут находиться в портфелях американских банков и пенсионных фондов. (В соответствии с уставами некоторых участников американского рынка иностранные ценные бумаги не могут находиться в их портфелях.)	Могут быть использованы как средства компенсации работникам эмитента и оплаты обязательств по сделкам слияний и приобретений
Отсутствие конверсионных затрат на конвертацию. (Деноминированы в долларах США и выплата дивидендов также в долларах США.)	Возможность для работников американских дочерних компаний инвестировать в неамериканские материнские компании
Отсутствие ограничений, связанных с валютным законодательством	Возможность привлечения дополнительного капитала
Возможность прямого получения базисного актива	

Существуют *спонсируемые* и *неспонсируемые* АДР.

Неспонсируемые АДР (Un-sponsored ADRs)

Такие АДР выпускаются одним или несколькими депозитарными банками в ответ на запросы инвесторов, но без должным образом оформленного соглашения с эмитентом. Такие АДР подтверждают владение базисным активом, хранящимся в национальном депозитарии.

На сегодняшний момент неспонсируемые АДР считаются устаревшими и в большинстве случаев не выпускаются в связи с отсутствием надлежющего контроля и скрытыми расходами.

Банк-депозитарий и эмитент совместно подают заявку в соответствии с Правилем 12g 3-2(b) в SEC с прошением об освобождении от требований полной отчетности, содержащихся в Акте «О ценных бумагах и биржах» 1934 г. После получения положительного ответа от SEC на просьбу об освобождении банк-депозитарий

заполняет регистрационную заявку по форме F-6. Как правило, SEC одобряет эту регистрационную заявку вскоре после ее подачи.

Поскольку неспонсируемые АДР-программы освобождаются от полной отчетности SEC, в США ими может вестись торговля лишь на внебиржевом (ОТС) рынке, а котироваться они могут лишь в «розовых листках» (списке акций и их цен на внебиржевом рынке).

Единственное требование SEC — это предоставление SEC и доступность американским инвесторам публичной информации, публикуемой эмитентом у себя на родине.

Таким образом, депозитарий посылает ежегодные отчеты эмитента и некоторые другие виды публичной информации американским инвесторам по просьбе последних. SEC не требует перевода данной информации на английский язык или ее корректировки на соответствие принятым в США принципам бухгалтерской отчетности (GAAP).

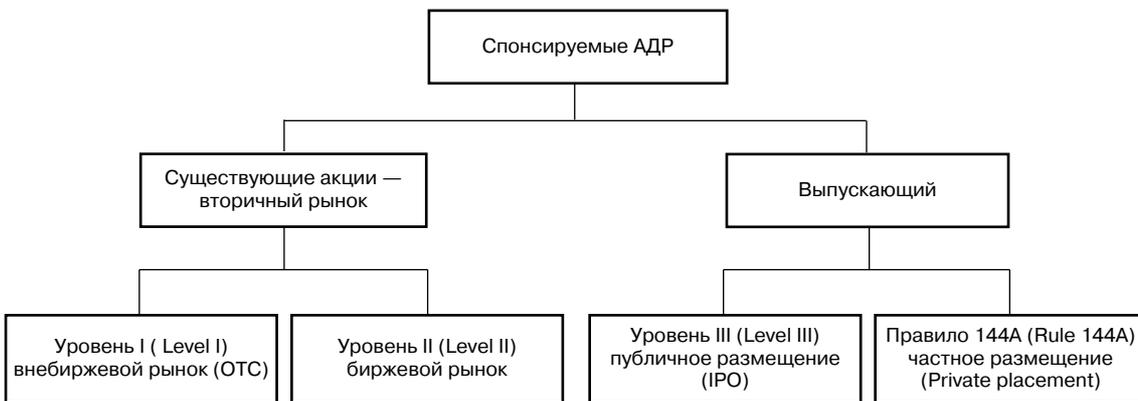
Преимущества неспонсируемых АДР	Недостатки неспонсируемых АДР
Они предоставляют недорогой и относительно простой метод расширения инвестиционной базы эмитента в США.	У эмитента минимальный контроль (или его нет вообще) над деятельностью неспонсируемой АДР-программы, поскольку не существует депозитного соглашения между эмитентом и каким-либо конкретным американским депозитным банком. При условии, что эмитент «соблюдает» требования SEC, определяющие условия для освобождения в соответствии с Правилем 12g 3-2(b), неспонсируемая программа может оказаться скопированной другими депозитными банками (которым нужно будет лишь подать в SEC заявку по форме F-6) без согласия на то эмитента.
Все затраты на неспонсируемую программу приходятся на инвестора.	Переход от неспонсируемой к спонсируемой программе может дать эмитенту больше контроля над его программой, однако такой переход сопряжен с уплатой сбора за остающиеся неспонсируемые АДР. Затраты на такое аннулирование могут быть высокими.
Минимальный уровень отчетности SEC	

Спонсируемые АДР (Sponsored ADRs)

Выпускаются депозитарным банком, назначенным эмитентом по так называемому депозитарному соглашению или договору об оказании услуг. Эмитент осуществляет больше кон-

троля над АДР, выпущенными в рамках спонсированной программы, поскольку оформляется депозитное соглашение между эмитентом и банком-депозитарием и предоставляют свободу листинга на национальных биржах США и возможность привлечения капитала.

Типы спонсируемых АДР



Спонсируемая АДР-программа уровня I (Sponsored Level I ADR)

Спонсированная АДР программа уровня I — наипростейший и наименее дорогой способ для эмитента обеспечить наличие АДР на территории США. Программа I уровня инициируется

эмитентом и предполагает подачу регистрационной заявки по форме F-6, однако согласно Правилу 12g 3-2(b) эмитент может освободиться от полной отчетности для SEC. АДР I уровня могут участвовать лишь во внебиржевых торговых операциях (ОТС) и не допускаются на национальные биржи США.

Преимущества АДР-программы Уровня I	Недостатки АДР-программы Уровня I
Избегается соблюдение в полном объеме требований отчетности SEC и ведения бухгалтерской отчетности по GAAP (General Accepted Accounting Principles)	Не допускается ни на одну из национальных бирж США
Работая с одним конкретным депозитарным банком, эмитент имеет больше контроля над своей АДР-программой, чем если бы речь шла о неспонсированной программе	При программе I уровня не разрешена мобилизация капитала
Предоставление в SEC только копий отчетности, требуемой регулирующим органами национального рынка	Ограниченная узнаваемость имени эмитента в США
Относительно недорогой способ проникновения на рынок американских ценных бумаг	
Банк-депозитарий выступает в качестве канала связи между эмитентом и его базой акционеров в США. Выплаты дивидендов, финансовые балансы и детали корпоративных действий передаются американским инвесторам через банк-депозитарий	
Банк-депозитарий ведет записи касательно акционеров и может, если об этом поступит просьба, следить за крупными сделками с акциями и сообщать об этом эмитенту	
Организационные издержки минимальны, а все затраты по операциям ложатся на держателя АДР	
Просто и сравнительно недорого повысить данную программу до II уровня, поскольку эмитенту и банку-депозитарию не надо будет вести переговоры по аннулированию неспонсированных АДР с несколькими депозитариями, как было бы в случае с повышением уровня неспонсированной программы	

*Спонсируемая АДР-программа уровня II
(Sponsored Level II ADR)*

Спонсируемая АДР-программа уровня II должна подчиняться самым полным положениям SEC по регистрации и отчетности. Помимо заполнения регистрационной заявки по форме F-6, эмитент также обязан заполнить форму SEC 20-F и следовать другим правилам SEC о предоставлении информации, включая предоставление ежегодного отчета, который должен быть составлен согласно общепринятым принципам и правилам бухгалтерского учета в США (GAAP). Регистрация позволяет эмитенту котирировать свои АДР на одной из трех главных национальных бирж: Нью-Йоркской фондовой

бирже (NYSE), Американской фондовой бирже (AMEX) или на бирже NASDAQ.

Спонсируемые программы II уровня иницируются неамериканскими компаниями с целью предоставить американским инвесторам доступ к их акциям на территории США. Как и в случае с программой I уровня, между эмитентом и одним из депозитных банков подписывается депозитное соглашение. Данное соглашение определяет обязанности депозитария, обычно включающие в себя: ответы на запросы инвесторов, отправление акционерам по почте ежегодных отчетов и иных важных материалов, а также ведение записи относительно акционеров.

Преимущества АДР-программы Уровня II	Недостатки АДР-программы Уровня II
Большая привлекательность для американских инвесторов, чем у АДР I уровня, поскольку АДР II уровня полностью зарегистрированы в SEC и могут котироваться на одной из ведущих бирж США (Accounting Principles)	Требуется более детальная информация для предоставления в SEC, чем в случае с программой I уровня. (Например, финансовые отчеты эмитента должны соответствовать GAAP (общепринятым принципам и правилам бухгалтерского учета в США), либо должно предоставляться подробное резюме различий в бухгалтерской отчетности между обеими странами.)
Допуск на биржи США, и высокая активность инвесторов	Полное соответствие положениям Акта о ценных бумагах и биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934)
Повышенная узнаваемость имени эмитента внутри США, в том числе среди инвесторов и СМИ	Правила SEC не разрешают публичную эмиссию АДР в рамках программы II уровня
Повышенная финансовая гибкость, в связи с соответствием требованиям Акта о ценных бумагах и биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934)	Дороговизна создания и поддержки программы II уровня, на нее уходит больше времени, чем на программу I уровня, по причине большей жесткости требований по отчетности, а также больших постоянных расходов на юридические и бухгалтерские услуги и на приобретение допуска на биржу
Способ исполнения обязательств эмитента	Периодическая отчетность по форме 20-F и 6-K
Повышенная ликвидность и продажи ценных бумаг	
Организационные издержки минимальны, а все затраты по операциям ложатся на держателя АДР	
Правила SEC о предоставлении информации позволяют эмитенту проследить статус владения его акциями в США	
Повышенная прозрачность эмитента в связи с оценкой АДР рынком	

*Спонсируемая АДР-программа уровня III
(Sponsored Level III ADR)*

Спонсируемые АДР-программы уровня III схожи с АДР-программами уровня II в том смысле, что иницирующей программу эмитент имеет дело лишь с одним депозитным банком, регистрирует свои ценные бумаги на одной из главных бирж США и заполняет для SEC реги-

страционные заявки по формам F-6 и 20-F (8-A). Основная разница в том, что программа III уровня позволяет эмитенту мобилизовать капитал через публичную эмиссию АДР на территории США, и для этого эмитент обязан подать в SEC форму F-1, в которую включается проспект эмиссии и изложены ассоциированные с эмитируемыми АДР риски и т.п.

Преимущества АДР-программы Уровня III	Недостатки АДР-программы Уровня III
Все преимущества программы II уровня	Полная отчетность SEC, которая является более обременительной, чем для программ I или II уровня
Позволяет производить публичные эмиссии (IPO) в США	Затраты на создание и поддержание программы III уровня могут оказаться высокими. Организационные издержки, включая регистрацию на бирже, юридические и бухгалтерские услуги, затраты на самих инвесторов и на презентацию (road-show)

В связи с формированием в России более или менее понятных правил ведения бизнеса многие нефтяные и природоресурсные компании, как с целью снижения собственных рисков, так и с целью привлечения дополнительных инвестиций и увеличения стоимости собственных акций заявляют о своих намерениях провести

первичные открытые размещения (initial public offering — IPO) на американском и европейском рынках капитала.

Проведение IPO на американском рынке обладает как преимуществами, так и определенными недостатками.

За	Против
Улучшение финансового состояния	Потеря контроля
Рост стоимости акций (увеличение капитализации)	Необходимость делиться успехом
Диверсификация портфелей акционеров (публичная компания)	Потеря конфиденциальности
Имущественное планирование	Ограничение свободы действий руководства
Дополнительный капитал для развития	Требование о регулярной публикации отчетности
Возможность привлечения финансирования в будущем	Первоначальные и текущие затраты
Способ производить слияния и приобретения	Необходимость оправдывать надежды акционеров
Улучшение репутации компании и повышение степени участия сотрудников	Ограничения на продажу акций существующих акционеров
Котировка на бирже	Возникновение новой фидуциарной ответственности ¹

Рост стоимости акций (увеличение капитализации). Проведение IPO уже само по себе может привести к увеличению стоимости уже существующих акций, если они торгуются на национальном рынке. Проведение IPO на американском рынке приведет к дальнейшему росту капитализации компании, в связи с тем, что акции открытых (публичных) компаний котируются выше внебиржевых ценных бумаг, а американские инвесторы готовы больше платить за ценные бумаги публичных компаний по следующим причинам:

- 1) простота купли-продажи ценных бумаг благодаря обращению на открытом рынке;
- 2) большое доверие в связи с необходимостью соблюдать обязательные законодательные требования;
- 3) открытость компании, влекущая за собой большую информативность о ее деятельности. В связи с этим в публичных компаниях организуются службы по управлению репутацией и связям с общественностью.

Диверсификация портфелей акционеров (публичная компания). IPO позволяет существующим акционерам диверсифицировать свои инвестиционные портфели и таким образом снизить инвестиционные риски, которые в России также включают в себя риски, связанные с общеполитической ситуацией и относительной молодостью российского предпринимательства. Одновременно с диверсификацией порт-

фелей акционеров возникает необходимость делиться успехом.

Имущественное планирование. После проведения IPO ликвидность имущества акционеров (как минимум стоимость их пакетов акций) возрастает, что позволяет планировать проведение повторных размещений.

Возможность привлечения финансирования в будущем. Проведение IPO, как правило, повышает свою чистую стоимость и увеличивает размер собственного капитала, что соответственно приводит к возможности привлечения дополнительных средств или снижения текущей стоимости кредитования.

Способ производить слияния и приобретения. Проведение IPO повышает шансы привлечения дополнительного финансирования для сделок по слиянию и приобретению, так как прибавляет к финансовым ресурсам компании: 1) денежные средства, полученные в результате IPO и 2) невыпущенные акции, для которых уже существует рыночная стоимость. Существует также возможность выпуска дополнительных акций для оплаты сделок по слиянию или приобретению, так как акции или ее эквиваленты обращаются на биржевом рынке.

Улучшение репутации компании и повышение степени участия сотрудников. Проведение IPO привлекает особое внимание аналитиков, СМИ, непосредственно инвесторов и является рекламой. Проведение IPO может являться до-

¹ Ответственность за нарушение фидуциарных отношений, т.е. отношений между партнерами, основанных на полном доверии сторон друг к другу, при которых партнер, на которого возложено доверие, делает максимум возможного по отношению к другому партнеру.

полнительным критерием при выборе компании в качестве контрагента по различным сделкам. Использование также опционных планов в качестве компенсации работниками является одним из методов их привлечения и удержания.

Требование о регулярной публикации отчетности. В зависимости от выбранного варианта IPO Комиссия по ценным бумагам и биржам США (Securities and Exchange Commission — SEC) требует регулярной публикации отчетности эмитента, для подготовки которой иногда возникает необходимость привлечения профессиональных консультантов.

Ограничения на продажу акций существующих акционеров. SEC налагает определенные ограничения на продажу акций существующими акционерами при проведении IPO. При этом за нарушение этих требований предусмотрена ответственность, в том числе и по уголовному законодательству.

Возникновение новой фидуциарной ответственности. После проведения IPO руководство компании становится ответственным за денежные средства акционеров, инвестированные в компанию, а также за благополучное разрешение конфликта интересов, которые время от времени могут возникать у руководства компании.

Таким образом, проведение IPO можно охарактеризовать как превращение частной компании в публичную путем предложения своих ценных бумаг, в результате которых определенный пакет акций или их производных инструментов становится доступным неограниченному кругу лиц.

Ограниченные спонсированные АДР по Правилу SEC 144A

Неамериканские компании могут получить доступ на американский рынок капитала через Правило 144A, которое позволяет привлекать капитал путем частного размещения АДР «Квалифицированным институциональным инвесторам».

Квалифицированным институциональным инвестором в настоящее время признается институт, который владеет и инвестирует по своему усмотрению, по меньшей мере, 100 млн долл. США в ценных бумагах не зависимо от него предприятия.

Неамериканские компании сегодня могут привлекать капитал посредством эмиссии ограниченных АДР, при этом не выполняя всю полноту требований по регистрации и отчетности SEC. К тому же расходы на эмиссию по Правилу 144A значительно уступают расходам на инициирование спонсированной АДР-программы III уровня.

Преимущества АДР по Правилу SEC 144A	Недостатки АДР по Правилу SEC 144A
Выпущенные по Правилу 144(a) АДР не обязательно должны подчиняться полному объему требований SEC по отчетности и регистрации. Инвесторы могут потребовать предоставления определенной информации финансового плана, лишь если не было предоставлено освобождения по Правилу 12g 3-2(b)	Ограниченная ликвидность в связи с ограничением по торговле
По истечении двух лет могут быть конвертированы в неограниченные АДР	Не могут быть предметом активной рекламной кампании
Не требуется ведение отчетности по GAAP	Торгуются в электронной системе PORTAL
Представляют собой более дешевый способ мобилизации капитала, нежели публичная эмиссия, а выпуск их проходит проще и быстрее	

Таким образом, собственники нефтяных и природоресурсных компаний, изучив и взвесив все преимущества и недостатки АДР и IPO, пришли к выводу, что для сохранения и увеличения своего собственного капитала можно исполь-

зовать внутренний потенциал американского финансового рынка, поглощающий новые компании и приветствующий новых игроков, решив использовать АДР как инструмент повышения капитализации компании.

⁹ В ред. Федерально-го конституционного закона от 4 июля 2003 г. № –ФКЗ «Об арбитражных судах» (с изм., внесенными Федеральным конституционным Законом от 25 марта 2004 г. № 2–ФКЗ).