

брокер рынок акций

Экспортная оценка

амбиции

Листинг на западных биржах дает эмитенту статус международной публичной компании. Зачем этот статус может понадобиться российским эмитентам и что они должны сделать для его получения, выяснила корреспондент „Ъ“ **Ольга Буянова**.

Статус международной публичной компании и листинг на ведущих западных биржах расширяют доступ к акциям эмитента со стороны западных инвесторов. К тому же отстоящая от западной российской фондовая система не предоставляет пока достаточный объем ликвидности для деятельности крупных или бурно развивающихся эмитентов. Анастасия Блум, директор департамента по фондовым рынкам ОФГ: «Ограничения внутрироссийского листинга включают неэффективную систему расчетов — более высокий уровень расходов и отсутствие центрального депозитария с соответствующим уровнем капитализации. К тому же, несмотря на постоянное развитие российского фондового рынка, нельзя не упомянуть ограниченную ликвидность и отсутствие долгосрочных инвесторов — все это в совокупности отражается на недостаточности уровня местного спроса для масштабных сделок». Компании стоит задуматься о выходе на западные рынки, когда она достигла «критической массы» и местный рынок уже не может обеспечить достаточный спрос на акции, адекватную их оценку и возможности роста», — считает вице-президент «Ренессанс-Капитала» Татьяна Йохансен. Алексей Курач, начальник управления по взаимодействию с инвесторами АФК «Система»: «Посредством листинга на западной бирже мы улучшаем имидж нашей компании, доступ к ее ценным бумагам получает более широкий круг инвесторов, а сама компания получает возможность снизить стоимость заемного капитала за счет повышения кредитного рейтинга».

Западные стандарты

Итак, выгоды получения листинга на Западе ясны. Но путь на мировые рынки отнюдь не прост. Основные сложности, которые встают перед российскими компаниями при выходе на западные рынки, связаны с требованиями к эмитентам по раскрытию информации. Евгений Соловьев, юрист «Клиффорд Чанс»: «Рынок цен-

ных бумаг на Западе — это прежде всего раскрытие информации. Требования к содержанию проспекта эмиссии там значительно выше, чем требования российского законодательства. Несмотря на то что список подлежащей раскрытию информации в значительной степени напоминает список, установленный российским Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, степень детализации такой информации на Западе значительно выше, равно как выше и ответственность за непредоставление или предоставление недостоверной информации. Российская компания, осуществляющая листинг на западной фондовой бирже, и ее менеджмент принимают ответственность за полноту и достоверность информации, содержащейся в проспекте, в том числе в соответствии с законодательством страны листинга. Важным последствием листинга является обязанность заинтересованной компании продолжать на регулярной основе раскрывать информацию о своей деятельности в широком объеме и после получения листинга».

Кроме того, в ходе подготовки компании к выходу на западные биржи ей могут потребоваться серьезные структурные изменения. Евгений Соловьев: «Зачастую для получения листинга на западных фондовых биржах российские компании вынуждены реструктурировать свой бизнес, сделать его более прозрачным и понятным как регулятору, так и потенциальным инвесторам. В соответствии с общепринятой на Западе практикой от компании ожидают наличия в составе ее совета директоров так называемых независимых директоров». К тому же, добавляет Татьяна Йохансен, «выход на западные биржи, эмитент выходит в другое юридическое пространство. Поэтому без привлечения западных юристов в процессе прохождения листинга эмитенту вряд ли удастся обойтись».

Немаловажным фактором является и то, что компании придется составить финансо-

вую отчетность за несколько лет по различным (в зависимости от биржи) западным стандартам. Татьяна Йохансен: «Некоторые российские открытые акционерные общества не готовы отчетность по международным стандартам. А в случае прохождения листинга на Западе им придется подготовить эту отчетность за два-три года».

Биржевая география

Выбирая биржу, российские компании отдадут предпочтение европейскому и американскому фондовым рынкам. Пока еще ни одно российское IPO не прошло на восточных биржах. При выборе площадки для получения листинга основное внимание стоит обратить на его стоимость и количество инвесторов, которые получают доступ к акциям компании. По словам российских эмитентов, уже прошедших листинг на Западе или готовящихся к нему, выбор на данный момент практически ограничивается двумя фондовыми биржами — Нью-Йоркской и Лондонской.

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) в силу присутствия огромного количества разнообразных инвесторов разного качества до недавнего времени считалась предпочтительной площадкой для проведения IPO и допуска к торгам. Чтобы получить листинг, эмитент должен был соответствовать ряду критериев. Как заявил „Ъ“ представитель NYSE, попросивший не называть в печати его имя, «существует целый ряд требований к компании, которая собирается получить листинг на NYSE. Дело не только в ее размере, а именно в целой комбинации требований. Компания должна обладать финансовой устойчивостью, иметь определенную прибыль, выручку и денежные потоки, демонстрировать хорошие финансовые коэффициенты и распределить свои акции среди большого количества инвесторов».

Однако в последнее время все больше компаний отдают предпочтение Лондонской фондовой бирже (LSE). Алексей

Мозжухов, юрист компании «Линия права»: «Основным виновником следует признать требования Sarbane-Oxley Act, принятые в США в 2002 году, главным назначением которых является предотвращение злоупотреблений с корпоративной отчетностью. Закон требует введения системы внутреннего контроля за процессом составления отчетности и оценки эффективности этого контроля внешним аудитором. Кроме того, закон предусматривает уголовную ответственность за злоупотребления отчетностью как для руководителей, так и для акционеров компании».

Отметим, что помимо дополнительных рисков этот закон значительно повышает стоимость листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже. К тому же он содержит ряд ограничений и требований к действиям руководства компании, перечисление которых заняло бы не одну страницу, и считается самым жестким законодательным актом по требовательности к эмитентам. Алексей Курач: «Лондонская фондовая биржа была выбрана нашей компанией из-за сравнительно более дешевой процедуры и более легких требований к компании по сравнению с Нью-Йоркской фондовой биржей. Кроме того, наличие в правилах Нью-Йоркской фондовой биржи Rule 144A, позволяющей привлечь и американских инвесторов, будучи залистингованными в Лондоне».

Еще одним аргументом в пользу лондонской площадки стало и ужесточение общих требований к биржам в Евросоюзе. Анастасия Блум: «Раньше европейский рынок представлял компаниям широкий выбор различных бирж и соответствующих регулирующих органов, предлагающих различные условия листинга. Однако после вступления в июле 2005 года в силу европейской Директивы о проспекте условий регистрации проспекта стали едиными для всех стран европейского сообщества. В связи с этим, хотя выбор бирж остался тем же, эмитенты потеряли возможность использовать более льготный режим листинга при выходе на менее крупную европейскую биржу. Данное изменение положительно отразилось на позиции Лондонской биржи как крупнейшей торговой площадки в Европе».

Евгений Соловьев: «Процедура листинга в Европе была в значительной степени гармонизирована и унифицирована принятием Директивы о про-

спекте. Данная директива устанавливает требования к публикации проспектов ценных бумаг, одобренных компетентными органами государств — членов ЕС, и уже имплементирована во внутреннее законодательство большинства государств-членов. Основной целью принятия директивы является установление режима, при котором компании смогут предлагать (получат так называемый паспорт на предложение) свои ценные бумаги на всей территории ЕС на основании одного проспекта, одобренного одним регулятором, и им не придется получать каких-либо дополнительных одобрений в других юрисдикциях».

Надо отметить, что Правило 144A не делает листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже бессмысленным, если компания залистингована в Лондоне. Представитель NYSE: «Когда компания использует Rule 144A, она делает частное предложение через банковскую систему, а не публичный листинг. Когда ADR компании листингованы на NYSE, американские институциональные и частные инвесторы, а также пенсионные фонды могут напрямую приобрести ADR. В этом случае риски изменения валютного курса на себя берет банк-депозитарий, который также обязан отсылать ежегодные отчеты акционерам. Акционеры, которые приобрели ADR, имеют такое же право голоса в компании, как если бы они приобрели акции американской компании».

Инструментарная аранжировка

Перед тем как выходить на западный рынок, компании в первую очередь надо зарекомендовать себя на родине. Алексей Мозжухов: «Одним из условий получения разрешения ФСФР на обращение акций российской компании за границей является наличие листинга бумаг этой компании на одной из российских фондовых бирж. Для его получения необходимо обеспечить торговлю акциями на бирже в течение трех месяцев в объеме не менее 1,5 млрд руб. в месяц. Вместе с тем, если компания

проводит IPO на западной бирже, слово миноритариев будет определяющим для последующего одобрения сделки». Так что получение листинга в России, как видим, может оказаться рискованным с точки зрения будущего IPO на Западе.

Чтобы попасть на американский фондовый рынок, российская компания должна выпустить так называемые ADR (American Depositary Receipts, Американские депозитарные расписки). ADR подтверждает право собственности американского держателя на акции иностранного эмитента, депонированные в американском банке. Одна расписка может подтверждать права на несколько акций эмитента. ADR могут быть спонсируемыми или неспонсируемыми. Выпуск спонсируемых ADR инициируется эмитентом, а неспонсируемых — акционерами, продающими акции.

ADR бывают трех уровней. ADR первого уровня предусматривают обращение на внебиржевом рынке, поэтому компании не требуется проходить листинг. Требования законодательства к выпуску депозитарных расписок этого уровня наименьшие. Однако надежность этих расписок считается невысокой, поэтому они привлекательны для всех инвесторов. Тем не менее впоследствии эта программа может быть повышена до второго и третьего уровней. Второй уровень ADR одобряется на трех основных площадках США: Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа (AMEX) и NASDAQ. Правила выпуска этих депозитарных расписок еще сложнее. ADR третьего уровня готовятся в отношении акций нового выпуска и позволяют провести эмитенту полноценное IPO на американском рынке. Требования к этой программе наиболее серьезные. Кроме того, еще одним способом попасть на американский фондовый рынок являются ADR, выпущенные по Правилу 144A. Такие расписки используются при частных размещениях и не требуют регистрации в комиссии по ценным бумагам США. Алексей Мозжухов: «До

принятия Sarbane-Oxley Act стоимость программы ADR первого уровня была относительно невелика — от \$20 тыс. до \$50 тыс. Стоимость программы ADR второго уровня составляла от \$200 тыс. до \$500 тыс. Стоимость программы ADR третьего уровня составляла от \$300 тыс. до \$500 тыс. А реализация ADR по Правилу 144A обходилась эмитенту в сумму от \$100 тыс. до \$400 тыс. Сейчас эти расходы значительно возросли».

Европейский рынок также радует разнообразием. Для выхода на Лондонскую фондовую биржу компании придется выпускать GDR (Global Depositary Receipts, Глобальные депозитарные расписки) или пройти полный листинг на основном рынке Лондонской фондовой биржи. Прохождение полного листинга у компании займет три-четыре месяца. Анастасия Блум: «Для выхода на Лондонскую биржу компания должна зарегистрировать проспект эмиссии в Листинговом агентстве Великобритании (UKLA), что означает соответствие нормативным требованиям UKLA и более жесткие требования по раскрытию информации впоследствии. Составление международного проспекта также потребует определенных финансовых и временных затрат. Однако факт наличия международного листинга обеспечивает инвесторам большую уверенность и существенно расширяет круг потенциального спроса. Следует отметить, что требования по листингу депозитарных расписок в Лондоне менее жесткие в сравнении с листингом акций, что отличает Лондон от Нью-Йорка. С другой стороны, глобальные депозитарные расписки с лондонским листингом предназначены только для профессиональных инвесторов, тогда как ADR с листингом в Нью-Йорке могут предлагаться розничным инвесторам».

Депозитарные расписки тоже требуют прохождения листинга, но требования к ним более мягкие, чем к акциям. Существует также возможность выхода компании на рынок AIM — Альтернативный инвестиционный рынок на LSE. При

этом если основная площадка LSE регулируется United Kingdom Listing authority (UKLA), то AIM находится под эгидой Лондонской фондовой биржи. После введения директивы ЕС по проспекту эмиссии AIM остается единственным нерегулируемым рынком в Европе. Точнее, остается таковым, если предложение делается не более чем 100 инвесторам. Анастасия Блум: «При выходе на AIM компания выигрывает от большей гибкости по сравнению с полным листингом на основном рынке из-за отсутствия требования по регистрации проспекта UKLA. Кроме того, бухгалтерская отчетность компании может иметь оговорки и может быть за период менее трех лет, если таков период существования компании, и к эмитенту не выставляются требования по минимальному объему акций в свободном обращении. Однако надо иметь в виду, что AIM — это специализированный рынок для некрупных компаний и повышенным уровнем рискованности инвестиций. На этом рынке значительно меньше ликвидности, чем на основном, и круг потенциальных инвесторов уже. А требования по выходу на AIM, хоть и более гибкие в сравнении с основным рынком, зачастую превосходят требования, предъявляемые к эмитентам GDR».

Эмиссия ADR или GDR российских компаний на иностранном фондовом рынке осуществляется через банк-депозитарий, который выпускает и хранит депозитарные расписки на акции эмитента, автоматически становясь их минимальным держателем. Сейчас в мире существует четыре банка-депозитария, которые имеют право выпускать и хранить депозитарные расписки: J. P. Morgan, Bank of New York, Deutsche-bank, Citybank. Анастасия Блум: «С банком-депозитарием эмитенту придется тесно работать все время существования депозитарных расписок, в то время как организаторы размещения акций, финансы и юридические консультанты после сделки отходят на второй план».

Конкурс догадок

срочный рынок

(Ожидание. Начало на стр. 25)

Что касается оставшихся 30, дававших прогнозы более или менее регулярно, то несложно подсчитать, что в среднем каждая из этих компаний дала около 25 прогнозов. В принципе, чтобы судить об их качестве, такого объема статистики достаточно, и вполне можно было бы прибегнуть к стандартным математическим процедурам типа расчета различного рода усредненных отклонений предсказанных значений индекса от реально полученных на практике. А потом построить рейтинг из соображений «кто ближе к реальности — тот и лучший».

Но такой подход показался нам не совсем правильным. Он, конечно, был бы идеален, если бы мы каждый раз опрашивали всех участников рейтинга; тогда бы все они были в равном положении. Но в нашем случае при каждом «замере» две трети респондентов оставались за бортом. Учитывая же, что за последние два года рынок несколько раз оказывался в совершенно непредсказуемой шоковой ситуации (один арест Ходорковского чего стоит), понятно, что «счастливчики», дававшие прогнозы на подобные критические периоды, оказались бы в неравных условиях по сравнению с остальными участниками рейтинга.

Поэтому мы решили предложить следующую методику составления рейтинга. Во-первых, оценивать качество предсказаний компаний не в целом, в среднем за все время наблюдений, а «пошаговым» методом, от недели к неделе. Иными словами, каждый еженедельный замер рассматривался нами как мини-турнир, по итогам которого каждый участник получал определен-

Как угадывают индекс RTS

Номер	Компания	Средний балл	Количество наблюдений	Среднее отклонение прогноза от реального значения	Среднее абсолютное отклонение прогноза от реального значения	Процент угадывания направления движения рынка
1	ИК «Проспект»	72,004	13	7,332	12,222	76,923
2	МДМ-банк	63,124	15	-7,091	21,214	80,000
3	ИФ «Энергодипитал»	61,034	13	-4,992	14,405	61,538
4	Банк «Земит»	54,004	21	-6,193	18,097	76,190
5	ИК «Ангелта-Капитал»	53,326	28	-8,008	18,516	57,143
6	ИФ «Метрополь»	53,253	17	-14,614	23,612	64,706
7	Металлинвестбанк	52,527	15	6,466	18,613	80,000
8	БКС	52,373	26	-1,972	21,494	53,846
9	ИК «Цирк Капитал менеджмент»	52,195	36	2,829	16,412	63,889
10	«АВК-аналитика»	52,137	11	2,319	16,110	81,818
11	ФК «Интерфинтрейд»	52,133	22	2,354	23,791	52,381
12	Вэб-инвест банк	51,351	19	-19,084	27,950	57,895
13	ИК «Регион»	50,919	17	7,842	28,257	41,176
14	Росбанк	50,001	13	-11,965	24,505	53,846
15	ИК «Файненшл Бريدж»	48,326	50	-10,859	25,068	50,000
16	ИГ «Калиталь»	47,293	16	-10,227	25,572	50,000
17	Альфа-банк	46,363	18	-5,073	22,243	55,556
18	Банк «Союз»	46,346	24	1,500	21,288	58,333
19	ИК «Ист-Капитал»	46,045	13	-3,859	20,772	76,923
20	ИФ «Олма»	45,471	46	-6,015	24,220	54,348
21	«Атон»	45,289	18	-8,921	21,944	64,706
22	Балтийское финансовое агентство	45,193	14	-9,171	27,739	57,143
23	«Центринвест Севежоритис»	41,103	31	3,927	25,438	46,667
24	ИК «Финанс»	34,210	17	13,244	34,701	41,176
25	БД «Открытие»	33,780	17	2,488	33,412	17,647
	Среднее значение		21,2	7,134	22,704	58,954

ный балл. По среднему баллу за все время проведения подобных опросов мы и проранжировали компании.

Во-вторых, сам принцип начисления баллов мы при этом сделали нечувствительным к существенным колебаниям рынка, поскольку оценивали не абсолютное отклонение прогноза от реальности, а лишь то, насколько лучше или хуже этот прогноз (по абсолютной величине отклонения от реальности) предсказаний других участников «мини-турнира». За каждого соперника, чей прогноз оказался хуже вашего, вы получаете два очка, за каждого, угадавшего лучше, — ноль очков, за каждого, давшего такой же прогноз, — одно очко (отметим, подобные методы оценки иногда встречаются в

спорте, в частности в спортивном бридже). Поскольку число участников опросов было непостоянным, количество набранных очков после этого нормировалось на максимально возможное и для удобства восприятия выражалось в процентах к нему — это и был балл за «тур». Например, если в опросе участвовали девять компаний и две из них дали прогноз лучше вашего, одна — такой же, а пять — худший, то вы получаете одиннадцать очков из шестнадцати возможных и, соответственно, 68,75 балла.

Мы не настаиваем, что описанная методика построения рейтинга наилучшая, мы лишь привели соображения, по которым остановились именно на ней. Для тех же читателей, кто с нашими довода-

ми не согласится, а также для желающих проанализировать дополнительную информацию мы рассчитали для каждой компании (см. таблицу) еще ряд величин — среднее отклонение прогноза от реальности (в пунктах) и среднее абсолютное отклонение прогноза от реальности (в пунктах). Также мы сочли нужным указать, в каком проценте случаев аналитики каждой компании угадывали общее движение рынка (рост или падение).

Анализируя результаты нашего исследования, прежде всего следует обратить внимание на довольно высокий процент угадывания общего направления движения рынка практически у всех участников нашего рейтинга. С практической точки зрения это означает, что данную процедуру ведущие брокеры в принципе освоили, а значит, в ближайшем будущем можно ожидать, что рынок фьючерсных контрактов будет более «тонким» и станет реагировать не столько на направление движения спот-рынка, сколько на его количественные параметры.

Иными словами, цена фьючерсов в основном будет определяться не тем, выросли или упали цены на классическом рынке, а тем, на сколько именно они выросли или упали и в какой степени эти изменения соответствуют ожиданиям аналитиков. Все это, конечно, приведет к уменьшению колебаний цен на фьючерсы. Но у любителей острых ощущений все равно останется возможность для рискованной игры с большими кредитными плечами. Роль соответствующей площадки возьмет на себя рынок опционов — «фьючерсов на фьючерсы». Кстати, торговля опционами на индекс RTS также началась этим летом.

ОЛЬГА БУЯНОВА,
ПЕТР РУШАЙЛО