

Гонконгская биржа - врата к сокровищам Поднебесной.

Новиков Алексей Сергеевич
Аспирант кафедры Фондовые Рынки
Академия Бюджета и Казначейства МФ РФ

В июле 2008 года в правила биржевой торговли Гонконгской фондовой биржи были внесены изменения, в соответствии с которыми к листингу на бирже начали допускаться ценные бумаги иностранных эмитентов. С этой даты начался отсчет истории депозитарных расписок на Гонконгской Фондовой Бирже. Общепринятое сокращение депозитарных расписок, включённых в котировальные списки Гонконгской Фондовой Биржи - HDR¹.

Основной принцип Гонконгской фондовой биржи - *равенство прав и обязанностей* акционеров и держателей депозитарных расписок.

Ценные бумаги иностранной компании могут быть размещены на Гонконгской фондовой бирже при условии, что компания-эмитент отвечает определенным требованиям.

Одним из таких требований является условие о должном обеспечении уровня защиты акционеров. В соответствии с нормативными актами Комиссии по эмиссионным и производным ценным бумагам Гонконга, требование о защите прав и интересов акционеров должно быть закреплено не только учредительными документами компании, но и законами страны, резидентом которой является компания.

В основу законодательства Гонконга положено общее британское право. При этом Гонконг является территориальной единицей КНР.

Компании, зарегистрированные в КНР, а так же в Великобритании, Австралии, Канаде, Кипре, Бермудских островах, Каймановых островах, Сингапуре, Люксембурге и в других странах, входящих в Британское Содружество, «по умолчанию», признаны соответствующими правилам биржи в вопросах защиты прав и интересов акционеров.

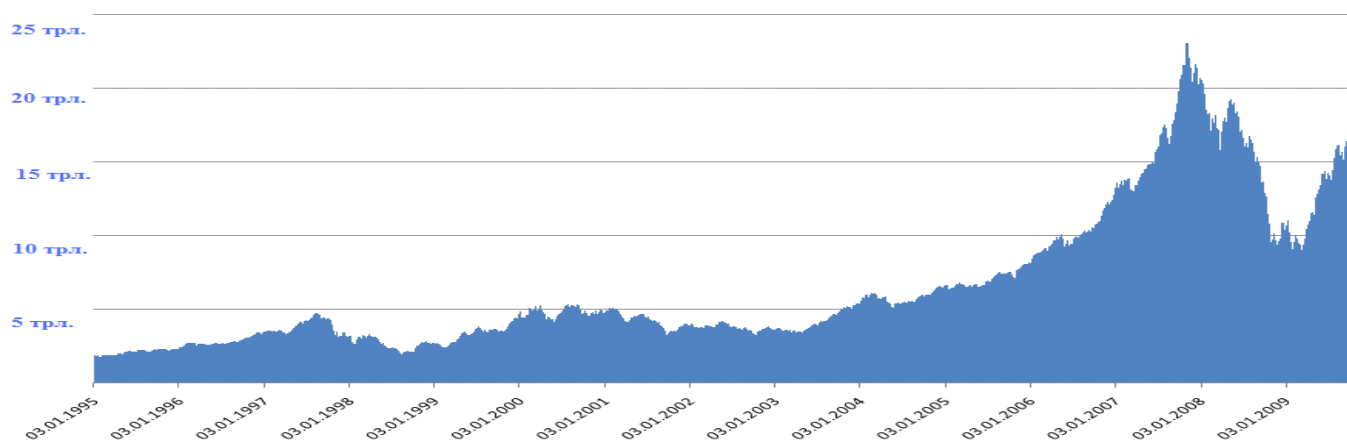
О преимуществах эмитентов и инвесторов при реализации программы размещения депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже.

Гонконг – крупнейший финансовый центр азиатско-тихоокеанского региона. На Гонконгской фондовой бирже привлекают капитал многие азиатские и международные компании. Гонконгская фондовая биржа является идеальной площадкой для привлечения финансовых ресурсов быстро растущей экономики Китая. Рыночная капитализация Гонконгской Фондовой Биржи с 1995 г. по 2009 г. увеличилась более чем в пять раз (см. диаграмму №1).

В 2009 году доля Китая в совокупном объеме сделок, связанных с привлечением капитала, составляет 27% или 16,1 млрд. долл. США. Китайские инвесторы всё более агрессивно скупают акции иностранных компаний.²

Динамика рыночной капитализации Гонконгской фондовой биржи в 1995 – 2009 годах.

Диаграмма № 1



¹ Hong Kong Depository receipts – Гонконгские Депозитарные расписки.

² Обзор Ernst&Young. РБК 17.02.2010

Китай является членом ВТО. Компании, входящие в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи, имеют меньше ограничений в привлечении денежных средств, по сравнению с теми компаниями, которые размещают свои ценные бумаги на биржах стран, не являющихся членами ВТО³.

В Гонконге отсутствуют ограничения на движение капитала, на конвертацию валюты и обмен ценными бумагами, существует льготное налогообложение операций с ценными бумагами. Развитая система клиринга и урегулирования биржевых сделок, а так же прозрачная и надёжная банковская система Гонконга обеспечивают быстрый и надёжный механизм расчетов по биржевым сделкам.

Монетарные власти Гонконга позволяют использовать доллар США в качестве расчётной единицы клиринговой системы. Транзакции между долларом США и долларом Гонконга поддерживаются в реальном времени, отсутствует 12 часовое запаздывание относительно рабочего дня в Нью-Йорке. Это уменьшает риск резкого изменения стоимости ценных бумаг, который обусловлен разрывом между рабочим временем в разных временных поясах.

Инвесторы проявляют большой интерес к Гонконгской фондовой бирже. В конце ноября 2009 года Гонконгская фондовая биржа вышла на первое место в мире по объёму первичного размещения акций. Общая сумма привлечённых средств в ходе IPO составила \$23,9 млрд.⁴ Это составляет 24% от общемирового объёма средств, привлечённых при проведении IPO. Для сравнения, на биржах США в ходе IPO было привлечено 23% общемирового объёма.

Капиталы квалифицированных национальных институциональных инвесторов Китая (далее - QDPIs), а также ресурсы аккредитованных в Гонконге азиатских инвестиционных компаний становятся доступными для эмитента при включении его ценных бумаг в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи.

Институт QDPIs является частью государственной финансовой системы Китая, которая позволяет определенным финансовым учреждениям вкладывать средства в зарубежные ценные бумаги. Это обеспечивает единственную возможность выхода китайских инвесторов на иностранные фондовые рынки.

Согласно данным опубликованным Комиссией по эмиссионным и производным ценным бумагам Гонконга, с декабря 2000 года по декабрь 2007 **активы под управлением QDPIs** выросли с 300 миллионов долларов США до 1 триллиона долларов США. Почти 75 % этих активов инвестировались в иностранные ценные бумаги.

Несмотря на то, что Китай является членом ВТО, законодательство страны ограничивает доступ китайских инвесторов к иностранным фондовым рынкам. Китайские инвесторы могут приобретать иностранные ценные бумаги только при посредничестве квалифицированных институциональных инвесторов QDPIs, имеющих специальное правительственное разрешение.

Как правило, инвесторы предпочитают без посредников торговать иностранными ценными бумагами на зарубежных фондовых рынках. Однако, это сопряжено с существенными затратами на процедуру регистрации, со значительным увеличением налогового бремени, с расходами на конвертацию валюты, с оплатой услуг иностранных депозитариев. В отдельных случаях, торговля иностранными бумагами возможна только при условии регистрации инвесторов в соответствии с требованиями местных регуляторов рынка. В связи с этим, у инвестора возникают дополнительные расходы на такую регистрацию.

Депозитарные расписки облегчают доступ к биржевым торгам иностранными ценными бумагами на национальных биржевых площадках. При торговле депозитарными расписками все перечисленные выше процедуры выполняются банком — депозитарием. Это позволяет инвесторам торговать в знакомой и удобной для них среде национального фондового рынка.

Размещение гонконгских депозитарных расписок позволяют эмитенту привлечь китайских инвесторов и инвесторов из других стран Юго - Восточной Азии.

Включение депозитарных расписок в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи обеспечивают эмитенту:

Диверсификацию базы акционеров;

Дополнительные возможности для развития бизнеса в Гонконге и континентальном Китае за счет приобретения местной валюты;

Облегченный доступ к капиталу вне своих национальных фондовых рынков;

«Имиджевую» составляющую присутствия компании на зарубежном фондовом рынке.

³ Странам, входящим в ВТО запрещено использовать меры, препятствующие иностранным инвестициям и инвестициям за рубежом. <http://www.wto.ru>

⁴ По сообщению газеты «Da gong bao» декабрь 2009 года.

Выплата дивидендов в гонконгских долларах и долларах США - ещё одно преимущество, которое получают владельцы гонконгских депозитарных расписок. Банк-депозитарий, оформивший выпуск депозитарных расписок, получает от банков - кастодиариев дивиденды в национальной валюте эмитента, конвертирует и переводит эти средства (за вычетом налогов, сборов и комиссии) на счета владельцев депозитарных расписок.

Выпуск и отмена депозитарных расписок не сопровождается взиманием гербового сбора. В Гонконге отсутствует налог на прирост капитала и налог с продажи ценных бумаг.

Требования к эмитентам, претендующим на включение в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи.

Требования к стандартам финансовой отчётности и срокам её представления.

Компания, при включении в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи должна представлять финансовую отчётность, подготовленную в соответствии с одной из следующих систем финансового учёта:

- Международные Стандарты Финансовой Отчётности (ISA, IFRS).
- Общепризнанные стандарты бухгалтерского учёта Гонконга (Hong Kong GAAP).
- Общепризнанные стандарты учета иных стран, например, общепризнанные стандарты бухгалтерского учёта США (US GAAP).
- Национальные стандарты учёта (только после одобрения специалистами по бухгалтерскому учёту, назначенными биржей).

В соответствии с правилами Гонконгской фондовой биржи, годовые финансовые отчеты эмитента должны направляться акционерам и в биржевой совет:

не позднее, чем за 21 день до годового собрания акционеров;

не позднее четырех месяцев после окончания финансового года.

По требованию биржи финансовые отчеты могут быть переведены на китайский язык.

Требование о назначении консультанта.

На Гонконгской фондовой бирже существует требование, согласно которому эмитенты должны выбрать консультанта (спонсора)⁵, который будет оказывать им помощь в процедуре листинга. Спонсором может быть только компания, имеющая соответствующую лицензию и зарегистрированная в соответствии с действующим законодательством Гонконга в качестве консультанта по вопросам корпоративного финансирования.

Консультант несет ответственность за организацию листинга, за подготовку всей обязательной и вспомогательной документации, за подачу официального заявления на включение в котировальные списки биржи.

Консультант обязан убедиться, что все предоставляемые документы содержат точную и полную информацию об эмитенте. Консультант должен проявлять надлежащую осмотрительность при работе с эмитентами: не допускать к процедуре листинга компании, в отношении которых существует подозрение об их недобросовестности.

Время, необходимое для осуществления процедуры допуска к листингу на Гонконгской фондовой бирже зависит от способности эмитента выполнить все требования, установленные ее правилами. Процедура листинга занимает три месяца, при условии, что эмитент обеспечивает должную защиту прав и интересов инвесторов, а финансовая отчетность подготовлена в соответствии с МСФО или бухгалтерскими стандартами Гонконга. При этом, первые два месяца отводятся на процедуру рассмотрения документов регулирующим органом Гонконга.

Эмитенты, отвечающие всем требованиям Гонконгской фондовой биржи, могут подать заявку на включение в её котировальные списки, независимо от того, котируются ли они на какой - либо другой фондовой бирже или нет.

Требования к финансово-экономическим показателям эмитента.

На бирже существует гибкая система требований к параметрам, характеризующим финансово-хозяйственную деятельность компаний – претендентов. В таблице №1 приведены три варианта таких требований. Эмитент успешно проходит процедуру листинга при условии, что одновременно выполняются требования в отношении размера совокупной прибыли и рыночной капитализации

⁵ В правилах Гонконгской Фондовой Биржи такой консультант называется Sponсор (спонсор). В это понятие специалисты по фондовым рынкам Азии вкладывают иное значение, чем это принято в российской деловой практике. На азиатских биржевых площадках sponсор это консультант, принимающий на себя обязательства по организации эмиссии депозитарных расписок, а так же несущий солидарную ответственность с эмитентом за достоверность всей информации, подлежащей раскрытию при проведении программы депозитарных расписок в Гонконге.

компании или требования в отношении размера выручки в последнем финансовом году и рыночной капитализации, либо – в отношении объема совокупного потока денежных средств за три предшествующих года, рыночной капитализации и выручки.

Требования к составу собственников и высшего менеджмента, к сроку непрерывной деятельности компании-претендента.

Едиными для всех компаний - претендентов являются требования в отношении:

- периода непрерывной деятельности компании;
- срока, в течение которого неизменным оставался состав высшего менеджмента;
- срока непрерывного владения и контроля над компанией одним составом собственников.

Информация об указанных сроках приведена в таблице №1.

Требования к свободно обращающимся ценным бумагам эмитента.

В соответствии с требованиями Гонконгской фондовой биржи, не менее 25% акций эмитента должны быть постоянно включены в котировальные списки и находиться в свободном обращении. Кроме того, должны отсутствовать какие-либо ограничения на конвертацию акций в депозитарные расписки и обратно.

При определении доли акций, находящихся в свободном обращении, эмитент депозитарных расписок может включать в расчёт акции, котирующиеся на других биржевых площадках. Таким образом, в соответствии с правилами листинга, общее количество находящихся в свободном обращении акций за пределами Гонконга, плюс акции, представленные в гонконгских депозитарных расписках должны составлять не менее 25% общего числа акций. Эмитент по своему усмотрению устанавливает соотношение числа депозитарных расписок к количеству акций, размещённых на национальном рынке.

Требования к раскрытию информации.

Эмитенты депозитарных расписок котирующихся на Гонконгской фондовой бирже обязаны в кратчайшие сроки раскрывать всю существенную корпоративную информацию на собственном интернет - сайте и сайте биржи.

Для обеспечения и поддержания справедливой и упорядоченной биржевой торговли эмитенты обязаны предоставлять инвесторам достоверную и своевременную информацию о своей финансово-хозяйственной деятельности. Требования по раскрытию информации включают следующие обязательства эмитента:

- Раскрытие информации, влияющей на цену депозитарных расписок;
- Раскрытие информации по сделкам, подлежащим регистрации. В некоторых случаях сделки должны быть одобрены акционерами.
- Раскрытие информации о соблюдении требования о наличии в компании как минимум трёх независимых директоров. При этом, один из директоров должен обладать профессиональной квалификацией в области бухгалтерского учета или финансов.
- Раскрытие информации о соблюдении руководством компании требований Кодекса корпоративного управления. В случае отсутствия Кодекса или не соблюдения его требований, руководство компании обязано предоставить чёткие разъяснения по поводу причин несоблюдения данного требования.
- Раскрытие информации о назначении представителя в Гонконге, уполномоченного принимать судебные уведомления адресованные эмитенту.

Языковые требования.

В соответствии правилами листинга, все основные документы, связанные с листингом, должны быть составлены на английском и китайском языках. Информация о директорах и аудиторах эмитента, об его аффилированных лицах также должна быть переведена на английский и китайский язык.

Иные требования к эмитенту депозитарных расписок:

Компания эмитент должна быть создана в соответствии законами страны, резидентом которой она является. Деятельность её не должна противоречить международным соглашениям и актам.

Кроме того, компания должна получить все необходимые разрешения на выпуск депозитарных расписок от уполномоченных органов страны, резидентом которой она является.

От эмитента не требуется вести реестр владельцев гонконгских депозитарных расписок. Однако, он должен гарантировать, что депозитарий, участвующий в программе депозитарных расписок, ведёт такой реестр в соответствии с законодательством Гонконга.

Оценка финансово-экономических показателей деятельности компании – претендента на листинг на Гонконгской фондовой бирже

Таблица №1

	<i>Совокупная прибыль в течение трёх последних лет</i>	<i>Рыночная Капитализация</i>	<i>Выручка</i>	<i>Денежный поток</i>	<i>Срок непрерывной деятельности</i>	<i>Срок постоянного состава высшего управленческого персонала</i>	<i>Период непрерывного владения и контроля одним составом собственников⁶.</i>
Прибыль + Рыночная капитализация	<i>50 млн. гонконгских долларов (6,4 млн. долларов США)</i>	<i>200 млн. гонконгских долларов (26 млн. долларов США)</i>	-	-	Как минимум три последних финансовых года	Как минимум три последних года	Как минимум один последний финансовый год.
Рыночная капитализация + Выручка	-	<i>4 млрд. гонконгских долларов (513 млн. долларов США)</i>	<i>Выручка в последнем году должна превышать 100 млн. гонконгских долларов (13 млн. долларов США)</i>	-			
Рыночная капитализация + Выручка + Денежный поток	-	<i>2 млрд. гонконгских долларов (256 млн. долларов США)</i>	<i>Выручка в последнем финансовом году должна превышать 500 млн. гонконгских долларов (64 млн. долларов США)</i>	<i>Совокупный положительный поток денежных средств за три предыдущих финансовых года, должен или превышать 100 миллиардов гонконгских долларов (13 млн. долларов США).</i>			

Только депозитарные расписки, выпуск которых осуществлен в соответствии с требованиями законодательства Гонконга, могут быть допущены к торгам на Гонконгской фондовой бирже.

Программы размещения депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже, предполагают два варианта размещения: закрытая подписка и публичное размещение.

При закрытой подписке размещение ценных бумаг осуществляется среди профессиональных инвесторов. Публичное является размещением, при котором любой желающий может приобрести ценные бумаги.

При размещении депозитарных расписок по закрытой подписке сложнее обеспечить и поддерживать ликвидность рынка этих ценных бумаг. Во втором случае - требуются более существенные затраты на проведение листинга.

Практика размещения депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже свидетельствует, что эмитенту целесообразно включать в котировальные списки заведомо большее количество депозитарных расписок, нежели то количество бумаг, которое планируется выпустить при первичном размещении. Это позволяет избежать сложностей при втором и последующих дополнительных размещениях депозитарных расписок. Данная практика широко известна как «headroom»⁷.

Размер начальной платы и ежегодных сборов при листинге депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже эквивалентен размеру платы и сборов, которые взимаются при листинге акций. Размер начальной платы за листинг не прямо пропорционален количеству прошедших листинг ценных бумаг. Экономия начальных сборов за нахождение в котировальных списках осуществляется за счёт практики «headroom».

При единовременном включении в котировальные списки депозитарных расписок на сумму 300 млн. HK\$, эмитент должен заплатить начальные платежи за листинг в сумме 200 тыс. HK\$.

При размещении депозитарных расписок тремя траншами по 100 млн. HK\$, на общую сумму 300 млн. HK\$, совокупный размер начальных платежей составит 450 тыс. HK\$. Однако, это не вся сумма начального платежа. Правилами Гонконгской фондовой биржи предусмотрено, что при вторичном листинге, начальные платежи за включение в котировальные списки увеличиваются на 25% от размера платежа при первичном размещении. Аналогичная ситуация складывается и с ежегодными платежами за нахождение в котировальных списках биржи.

Алгоритм определения размера начальных платежей при включении депозитарных расписок в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи представлен в таблице №2.

Таблица №2 (в долларах Гонконга (HK\$))

№	Интервал объема эмиссии депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже.	«Шаг» в интервале,	«Эталонный» объем эмиссии. ⁸	Размер начальных платежей при включении депозитарных расписок в котировальные списки
1	От 1 до 99 999 999	Размер начальных платежей не зависит от объема эмиссии в указанном интервале, плата фиксирована.		150 000
2	От 100 000 000 до 500 000 000.	100 000 000	100 000 000 n	150 000 + 25 000 * (n-1)
3	От 500 000 001 до 1 000 000 000.	250 000 000	250 000 000 m	250 000 + 50 000 * (m-2)
4	От 1 000 000 001 до 3 000 000 000	500 000 000	500 000 000 z	350 000 + 50 000 * (z-2)
5	От 3 000 000 001 до 5 000 000 000	1 000 000 000	1 000 000 000 k	600 000
6	Более 5 000 000 000	Независимо от объема эмиссии плата фиксирована.		650 000

Где:

n	m	z	k
1,2,3,4,5	2, 3, 4.	3, 4, 5, 6.	4, 5

⁷ «Свобода маневра» - Глоссарий ЕБРР по проектному финансированию

⁸ Эталонный объем эмиссии - объем эмиссии (кратный величинам n, m, z, k), используемый для расчёта начальных платежей, при условии, что сумма эмиссии меньше эталонного объема, но превышает объем эмиссии, кратный (n-1), (m-1), (z-1), (k-1)

Начальные платежи за включение в котировальные списки Гонконгской фондовой биржи⁹

Таблица № 3

Стоимость долевых ценных бумаг проходящих листинг		Начальные платежи за листинг		Стоимость ценных бумаг проходящих листинг		Начальные платежи за листинг			
№	Доллары Гонконга HK\$	Доллары США \$	Доллары Гонконга HK\$	Доллары США \$	№	Доллары Гонконга HK\$	Доллары США \$	Доллары Гонконга HK\$	Доллары США \$
2	100 000 000	13 000 000	150 000	19 231	4	1 500 000 000	192 000 000	400 000	51 282
	200 000 000	26 000 000	175 000	22 436		2 000 000 000	256 000 000	450 000	57 692
	300 000 000	38 000 000	200 000	25 641		2 500 000 000	321 000 000	500 000	64 103
	400 000 000	51 000 000	225 000	28 846		3 000 000 000	385 000 000	550 000	70 000
	500 000 000	64 000 000	250 000	32 051	5	4 000 000 000	513 000 000	600 000	76 923
3	750 000 000	96 000 000	300 000	38 462		5 000 000 000	641 000 000	600 000	76 923
	1 000 000 000	128 000 000	350 000	44 872	6	Более 5 000 000 000	Более 641 000 000	650 000	83 333

Ежегодные сборы за нахождение в котировальных списках Гонконгской Фондовой Биржи.

Таблица № 4

Стоимость ценных бумаг включённых в котировальные списки	Ежегодные платежи за нахождение в котировальных списках	Стоимость ценных бумаг включённых в котировальные списки	Ежегодные платежи за нахождение в котировальных списках
Доллары Гонконга HK\$	Доллары Гонконга HK\$	Доллары Гонконга HK\$	Доллары Гонконга HK\$
100 000 000	не взимается	1 500 000 000	449 000
200 000 000	145 000	2 000 000 000	541 000
300 000 000	172 000	2 500 000 000	634 000
400 000 000	198 000	3 000 000 000	726 000
500 000 000	224 000	4 000 000 000	898 000
750 000 000	290 000	5 000 000 000	1 069 000
1 000 000 000	356 000	5 000 000 001 и более	1 188 000

Торговля, клиринг и урегулирование сделок.

Институциональные и розничные инвесторы Гонконгской фондовой биржи имеют право торговли депозитарными расписками только через биржевых брокеров. Депозитарные расписки торгуются на той же биржевой площадке, на которой идет торговля акциям китайских компаний. Расчёты по операциям с депозитарными расписками проходят через систему Central Clearing and Settlement System (CCASS) на второй день после закрытия торгов (система T+2). После клиринга депозитарные расписки зачисляются на счёт покупателя, одновременно списываются со счёта продавца в CCASS и учитываются на счетах назначенных кастодиарев.

Иные условия, исполнение которых обязательно при реализации программы размещения депозитарных расписок на Гонконгской фондовой бирже.

Депозитарные расписки могут быть размещены эмитентом при выпуске новых акций. Размещение депозитарных расписок также может быть осуществлено держателями крупных пакетов акций. В этом случае, количество депозитарных расписок должно строго соответствовать

⁹ Таблица подготовлена по официальным данным Hong Kong Stock Exchange, <http://www.hkex.com.hk>

количеству акций, находящихся у них. Держатели акций, реализующие программу выпуска депозитарных расписок, принимают на себя обязанности и обязательства эмитента.

Программа выпуска депозитарных расписок может быть реализована только в отношении тех ценных бумаг, которые ещё не были задействованы в иных программах размещения депозитарных расписок, на иных биржевых площадках.

Как указывалось выше, депозитарные расписки должны быть свободно конвертируемыми, на торговлю ими не могут быть наложены какие-либо ограничения.

Ценные бумаги, лежащие в основе депозитарных расписок, должны быть полностью оплачены, свободны от обременений либо иных ограничений, связанных с возможностью их оборота. Ценные бумаги не должны находиться под арестом, быть предметом имущественного или иного спора.

Юрисдикция эмитента и его организационно-правовая форма не должны быть препятствием при реализации прав акционеров и приравненных к ним держателей депозитарных расписок.

Депозитарий не может каким-либо образом быть аффилирован с эмитентом ценных бумаг, лежащих в основе Гонконгских депозитарных расписок. Депозитарий не может быть мажоритарным или миноритарным акционером эмитента. Так же депозитарий не может быть участником торгов депозитарными расписками, учёт которых он осуществляет.

При реализации программы размещения гонконгских депозитарных расписок, эмитент гарантирует, что банк-кастодиарий удерживает «базовые» акции исключительно в пользу держателей депозитарных расписок, деятельность и обязательства депозитария соответствуют требованиям депозитарного соглашения, установленного Гонконгской фондовой биржей. Кроме того, эмитент дает гарантии в отношении того, что права держателей депозитарных расписок приравниваются к правам держателей акций, а эмиссия и листинг депозитарных расписок не ограничивают свободную конвертацию депозитарных расписок в акции в течение всего периода действия программы депозитарных расписок.

Российские компании на Гонконгской фондовой бирже. Оценка первых результатов размещения.

Ещё в 2004 году Гонконгская фондовая биржа планировала привлечение с целью проведения IPO компаний из России, Вьетнама, Индии, СНГ и стран Ближнего Востока.

Первой российской компанией, заявившей о желании пройти листинг в Гонконге, стала компания «Союзметаллресурс», входящая в холдинг «Базовый Элемент». Компания планировала в конце 2008 года разместить на Гонконгской фондовой бирже депозитарные расписки в объеме 25 процентов уставного капитала. Объем привлеченных в ходе размещения средств должен был составить около 200 млн. долларов США¹⁰. Однако, в связи с мировым финансовым кризисом 2008 - 2009 годов, эти планы реализованы не были.

О своём желании разместиться на Гонконгской фондовой бирже заявляли так же банк «ВТБ», компании Роснефть, Норникель, АЛРОСА и Газпром.

Первой российской компанией разместившей депозитарные расписки на Гонконгской фондовой бирже стала компания Русал - крупнейший в мире производитель алюминия и глинозема. Размещение в январе 2010 года депозитарных расписок Русала стало первым IPO неазиатской компании на Гонконгской фондовой бирже.

Листинг депозитарных расписок Русала на Гонконгской фондовой бирже стал возможен после того, как руководство компании сумело договориться с кредиторами о реструктуризации долгов на общую сумму 16,8 млрд. долларов США. После реструктуризации долга рыночная капитализация компании выросла до 14,9 млрд. долларов США. Одновременно, с размещением на Гонконгской фондовой бирже прошло размещение глобальных депозитарных расписок Русала на бирже Euronext в Париже.

Размещение в Европе и в Азии было осуществлено в соотношении:

- одна глобальная депозитарная расписка на бирже Euronext была эквивалентна 20 акциям Русала;

- одна гонконгская депозитарная расписка на Гонконгской фондовой бирже была эквивалентна 20 акциям Русала.

По мнению О. Дерипаски, «...Двойное размещение позволяет обеспечить круглосуточную торговлю депозитарными расписками...».

По прогнозу аналитиков, объём средств, который возможно было привлечь в ходе первичного размещения на Гонконгской фондовой бирже, оценивался в пределах 1,88 - 2,59 млрд. долларов США. При этом, прогнозная оценка рыночной капитализации компании после IPO находилась в пределах от 19 до 26 млрд. долларов США.

Размещение депозитарных расписок компании Русал на Гонконгской фондовой бирже состоялось 27 января 2010 года. Объём средств, привлеченных компанией, составил 2,2 млрд. долларов США. Эта составляет 85 % от максимально запланированного объёма IPO.

Условиями первичного размещения депозитарных расписок Русала в Гонконге было предусмотрено, что стоимость минимального пакета составляет 1 млн. гонконгских долларов (129 тыс. долл. США)¹¹. Согласно инвестиционному меморандуму, средства привлеченные в ходе IPO должны быть направлены на сокращение долгового бремени Русала.

Объём эмиссии составил более 1,61 млрд. новых акций. Это около 11% акционерного капитала компании. Средняя цена размещения одной гонконгской депозитарной расписки Русала находилась в диапазоне 9,10 - 12,50 гонконгских долларов за штуку (или 1,17-1,61 долл. США)¹².

Книга заявок IPO Русала была подписана по средней цене 10,8 гонконгских долл. (1,39 долл. США). Заявки на покупку депозитарных расписок подали около 300 институциональных инвесторов. Из-за рисков, связанных с задолженностью Русала, гонконгские регуляторы рынка ограничили круг участников IPO только профессиональными инвесторами.

Глобальными координаторами IPO Русала на биржах Euronext и Гонконгской фондовой бирже стали финансовые компании BNP Paribas и Credit Suisse, совместными букраннерами¹³ выступили компании Bank of America - Merrill Lynch, BOC International, Nomura, Сбербанк России и инвестиционные компании «Ренессанс Капитал» и «ВТБ Капитал». Компания Rothschild выступила в качестве финансового консультанта.

В ходе IPO компания разместила 80 млн. 514 тыс. 642 депозитарных расписок, что соответствует, как указывалось выше, 1 млрд. 610 млн. 292 тыс. 840 акций.

Чистый объём привлеченных в ходе IPO средств (без учета комиссий организаторам и опциона перераспределения) составил 16,7 млрд. гонконгских долларов (2,15 млрд. долл. США). Рыночная капитализация компании после успешного проведения IPO составила 22,3 млрд. долларов США. Это составило 85,76 % от прогнозного показателя капитализации.

По словам О. Дерипаски «...Интерес к акциям Русала говорит о том, что международные инвесторы хорошо оценивают компанию и верят в ее будущее....».

Как известно азиаты очень осторожны в выборе бизнес - партнёров и предпочитают работать с компаниями, которые уже зарекомендовали себя в регионе. Размещение ценных бумаг на Гонконгской фондовой бирже способствует признанию компании в Азиатско-тихоокеанском регионе.

Анализ действий эмитента, первым разместившим свои депозитарные расписки на Гонконгской фондовой бирже, свидетельствуют о том, что Русал ищет деловых партнёров и рынки сбыта в Азии.

После IPO в Гонконге число акционеров Русала возросло с 4 до 233 акционеров. Из трёхсот подавших заявки институциональных инвесторов реализовали своё намерение о приобретении депозитарных расписок 229 компаний.

Изменилась структура акционеров: Олег Дерипаска перестал быть держателем контрольного пакета акций. Доля группы «ОНЭКСИМ» сократилась с 19,16% до 17,06%. Доля компании «СУАЛ» сократилась с 17,78% до 15,86%, доля швейцарской компании Glencore сократилась с 9,7% до 8,65%. Акционером Русала стал Внешэкономбанк, доля которого составила 3,15%.

Почти 7,5% было распределено среди других инвесторов: американская компания Paulson & Co. Inc. инвестировала 100 млн. долл. США¹⁴, компания NR Investments Limited, (представляет интересы Натаниэля Ротшильда) инвестировала 100 млн. долл. США. Французская страховая

¹¹ По данным информационного агентства Reuters.

¹² ИТАР-ТАСС 27 января 2010.

¹³ Букраннер - компания или банк, которые ведут книгу заявок при первичном размещении.

¹⁴ Инвестиционный меморандум «Русала» к IPO. С интернет – сайта фондовой биржи «EURONEXT».

группа «АХА» так же приобрела «значительный пакет» акций Русала в ходе IPO. Однако размер доли приобретенной этой группой не разглашается.

Из азиатских компаний, принявших участие в IPO Русала можно выделить Гонконгский холдинг «Cheung Kong» Ltd., который инвестировал 100 млн. долл. США. Информационное агентство РБК сообщало, что в размещении также принимал участие инвестиционный фонд «Black Rock», который инвестировал 100 млн. долларов США.

Факторы повлиявшие на курс депозитарных расписок Русала.

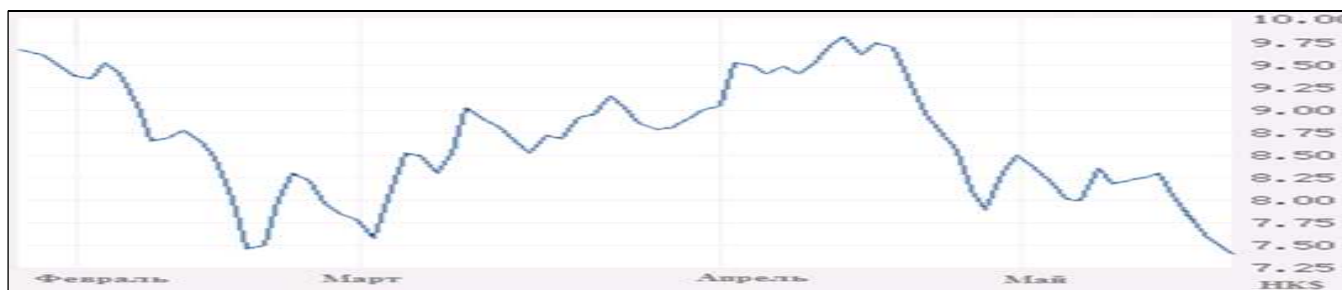
Традиционно, после ажиотажного спроса при IPO, наступает спад спроса. Размещение депозитарных расписок компании Русал на Гонконгской фондовой бирже не стало исключением. В ходе первых биржевых торгов, после окончания размещения, курс депозитарных расписок снизился на 8%, до уровня 9,92 гонконгских доллара за одну бумагу. В течение первого месяца торгов, котировки депозитарных расписок упали ещё на 28% (см. диаграмму № 2).

Олег Дерипаска так прокомментировал данное падение: «... После нашего размещения фондовые рынки на волне американских новостей сильно просели, на 15%. Наши акции упали на 11%...». Несмотря на значительное снижение уровня котировок, г-н Дерипаска «обнадежил» инвесторов: «... Мы предлагаем нашим инвесторам долгосрочные отношения. Поэтому верим, что те преимущества, которые имеет Русал, и те возможности роста и удовлетворения потребностей в сырье для роста азиатской экономики, принесут свои плоды уже в конце 2010 года. Нельзя идти против рынка. Упали все рынки. Но я хочу сказать, что объем торговли в первый день на Гонконгской фондовой бирже акциями Русала был третий. Это была третья бумага на бирже. Это очень важный факт, он показывает высокий интерес инвесторов...». Значительный объем торгов при падающем рынке показатель того, что инвесторы массово скидывают наименее ценные для них активы, покупка депозитарных расписок осуществлялась спекулянтами и маркет-мейкерами.

Одним из факторов падения котировок депозитарных расписок Русала стал отказ организаторов IPO от покупки дополнительных бумаг.

Динамика котировок депозитарных расписок компании «Русал» на Гонконгской Фондовой Бирже в период с 27 января по 20 мая 2010 года¹⁵.

Диаграмма № 2



Организаторы первичного размещения депозитарных расписок не приобрели ценные бумаги российского алюминиевого гиганта. Они не использовали своё право (опцион) на покупку депозитарных расписок Русала, эквивалентных 225 млн. акций.

Банки-организаторы IPO имели право выкупить около 1,5% увеличенного акционерного капитала Русала. При реализации опциона, количество ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, составило бы 11,95% от уставного капитала компании. Банки-организаторы не реализовали опцион перераспределения¹⁶. Поэтому, в свободном обращении сейчас находятся 10,61% акций Русала, представленных депозитарными расписками на Гонконгской фондовой бирже и бирже Euronext.

Существенным, но не типичным фактором первичного размещения депозитарных расписок стало требование правительства Гвинеи о направлении части поступлений от IPO на компенсацию ущерба, нанесенного стране алюминиевым гигантом¹⁷. Правительство западноафриканской страны,

¹⁵ Котировки и технические индикаторы депозитарных расписок на UC RUSAL на Гонконгской Фондовой Бирже. www.bloomberg.com

¹⁶ Опцион перераспределения это преимущественное право приобрести ценные бумаги.

¹⁷ Сообщение информационного агентства РБК 26.01.2010

в которой Русал владеет глиноземным комплексом, направило на Гонконгскую фондовую биржу письмо с требованием о выплате Гвинее 860 млн. долл. США.

В Письме правительство Гвинеи указало, что данные обязательства не могут быть проигнорированы потенциальными инвесторами алюминиевой компании. Министр горнодобывающей промышленности Гвинеи Махмуд Тиам заявил, что «...неурегулированный спор между Гвинеей и Русалом может затронуть стоимость акций компании. Инвесторы должны знать, что стоимость акций Русала, которые они приобретают, вполне может оказаться завышенной, если принять во внимание неурегулированные претензии к Русалу в Гвинее...». В 2009 году гвинейский суд постановил, что продажа Русалу бокситно - глиноземного комплекса Friguia в 2006 году была незаконной, актив был продан по заниженной цене. Представители компании считают обвинения правительства Гвинеи не обоснованными.

Перспективы размещения депозитарных расписок других российских компаний на Гонконгской фондовой бирже.

На церемонии посвящённой открытию торгов депозитарными расписками Русала в Гонконге, посол РФ в КНР Сергей Разов сказал, что «...К опыту размещения ценных бумаг Русала на Гонконгской фондовой бирже уже внимательно присматриваются и другие российские компании, в основном сырьевого и энергетического сектора...».¹⁸

Согласно исследованиям, проведённым аудиторской компанией Ernst&Young, в 2010 году около 20 российских и казахских компаний добывающего сектора экономики проведут первичное размещение депозитарных расписок на биржах в Лондоне, Гонконге и Торонто. Однако, по мнению специалистов аудиторской компании, основным источником финансирования для компаний добывающего сектора будет местный рынок корпоративных облигаций.

В конце 2010 года планируется проведение первичного размещения акций открытого акционерного общества «Золото Камчатки». Об этом сообщил в интервью телеканалу Russia Today глава холдинга «Ренова» Виктор Вексельбер: «...Поскольку проект осуществляется с участием китайских партнеров, биржа Гонконга является наиболее логичным местом для проведения IPO в IV квартале 2010 года. Ценные бумаги компаний, задействованных в сфере добычи драгоценных металлов, пользуется хорошим спросом. Особенно среди азиатских инвесторов...».

В 2010 году планируется так же проведение на Гонконгской фондовой бирже IPO самого крупного частного российского электроэнергетического холдинга «En+ Power». По оценкам специалистов, IPO этой компании может принести около 1,5 млрд. долл. США. Организаторами размещения могут выступить Deutsche Bank, Credit Suisse и Bank of America - Merrill Lynch.

27 мая 2010 года было запланировано размещение на Гонконгской фондовой бирже ценных бумаг компании Strikeforce Mining and Resources, входящей в холдинг «Базовый элемент». Однако, IPO было отложено из-за обвала на мировых финансовых рынках. Компания собиралась разместить от 20 до 25% своих акций и привлечь до 200 миллионов долларов США.

Прогноз динамики биржевых котировок депозитарных расписок Русала на Гонконгской фондовой бирже.

В зарубежной научной литературе, посвящённой депозитарным распискам, часто рассматривается феномен падения цены после начального размещения ценной бумаги. По результатам анализа большой статистической выборки котировок акций и депозитарных расписок была выявлена средняя величина падения котировок в течение первого года после листинга. Эта величина составляет 10 % от цены первоначального размещения¹⁹.

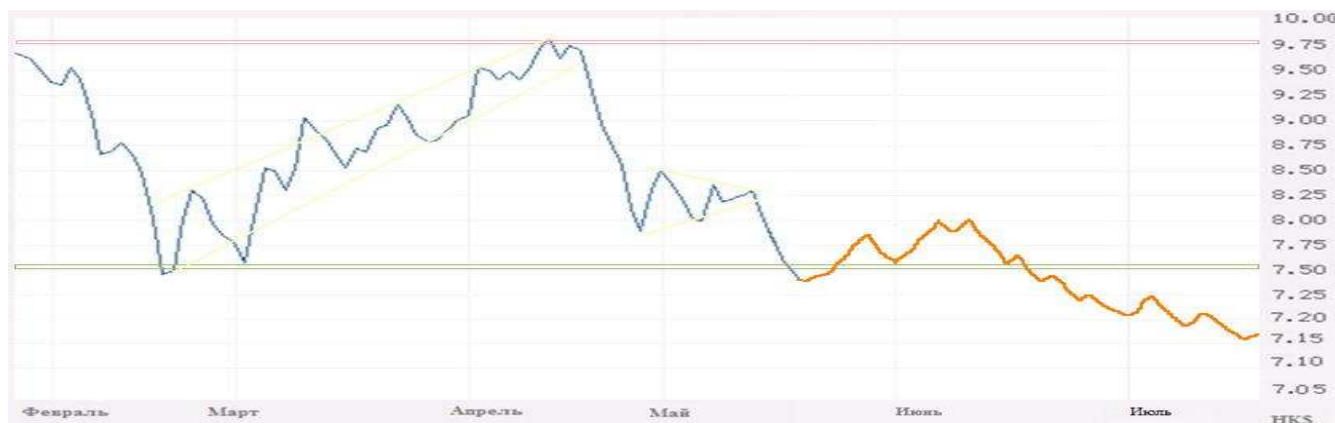
Технический анализ динамики котировок депозитарных расписок компании Русал на Гонконгской фондовой бирже проведён с целью прогноза их поведения.

Прогноз динамики котировок депозитарных расписок компании Русал на Гонконгской фондовой бирже²⁰

¹⁸ ИТАР-ТАСС 27.01.2010

¹⁹ Омар Ганди Raising International Capital through ADR: Evidence from Emerging Markets

²⁰ По данным www.bloomberg.com

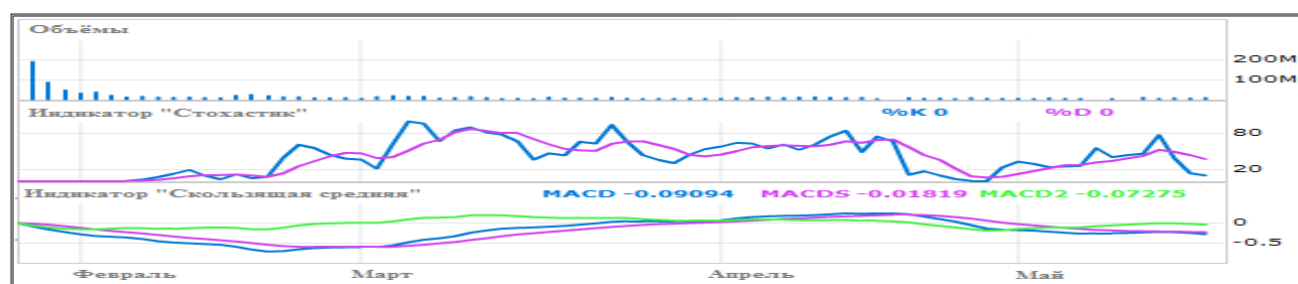


Котировки депозитарных расписок компании Русал в феврале 2010 года упали с 9,75 до 7,75 гонконгских долларов за одну ценную бумагу. В период с марта до середины апреля 2010 года котировки росли и вновь вернулись к уровню 9,75 гонконгских долларов за одну депозитарную расписку. Затем последовало снижение котировок: по состоянию на 20 мая текущего года цена депозитарной расписки составила 7,35 гонконгских доллара.

Цена бумаги «протестировала» уровень сопротивления, находящийся на отметке 9,75 гонконгских доллара, но пройти его не смогла.

Биржевые индикаторы, характеризующие торговлю бумагами Русала на Гонконгской фондовой бирже¹⁸

Диаграмма №4



В качестве дополнительных индикаторов, характеризующих торговлю депозитарными расписками Русала на Гонконгской фондовой бирже, выбраны индикатор «Объёмы торгов», индикатор «Стохастик», индикатор «Скользящие средние». Все индикаторы представлены на диаграмме № 4.

Индикатор «Объёмы торгов» и сопоставление его с котировками бумаг Русала показывает, что падение в феврале — марте сопровождалось существенными объёмами торгов. Дальнейший рост котировок обеспечивался незначительными объёмами торгов.

Рост котировок с марта по апрель был «хрупким» и «не естественным», а торги «поддерживались», сделки заключались исключительно для соблюдения правил Гонконгской фондовой биржи и Биржи Euronext. То есть рынок депозитарных расписок Русала регулировался и управлялся в интересах эмитента.

Индикатор «Стохастик»²¹ - индикатор технического анализа, который показывает положение текущей цены инструмента относительно диапазона его цен за определенный период в прошлом. Индикатор «Стохастик» измеряется в процентах: значение выше 80% (зона «перекупленности») — знак на продажу, значение ниже 20% (зона «перепроданности») — знак на покупку.

Анализ индикатора показывает, что краткосрочный тренд котировок в конце мая вошел в зону перепроданности. Значение индикатора составляло 16%. При этом долгосрочный тренд котировок всё ещё находился в нейтральной зоне, но также стремился в зону перепроданности. Значение индикатора составляло 50%.

Это означает, что в скором времени котировки вновь пойдут вверх. Однако это движение, не подкреплённое значительным объёмом торгов, не будет стабильным и долгосрочным. Данная

²¹ <http://www.forex-indicators.ru/stochastic-oscillator/>

ситуация с депозитарными расписками Русала интересна для спекулянтов и участников арбитражных сделок²².

Рост котировок депозитарных расписок Русала в период с начала марта по середину апреля сопровождался краткосрочным вхождением индикатора «Стохастик» в зону перекупленности (значение индикатора 80% и более).

При этом, анализ динамики котировок (диаграмма 2) и графика стохастического индикатора, свидетельствует, что пик котировок в постлистинговом периоде не сопровождался длительным вхождением индикатора «Стохастик» в зону перекупленности, и, как указывалось выше, не сопровождался значительными объёмами торгов. Этот факт подтверждает управляемость рынка и ограниченность объема выделенных эмитентом для его поддержания ресурсов.

Индикатор «Скользящие Средние»²³ - указывает на то, что в долгосрочной перспективе котировки ценных бумаг компании «Русал» на Гонконгской Фондовой Бирже будут снижаться.

В заключении необходимо отметить, что поведение ценных бумаг компании Русал на Гонконгской фондовой бирже, с учётом мирового финансового кризиса, соответствует типичному для вновь размещённых бумаг спаду цены в размере 10 % в течение первого года после листинга.

Список литературы:

- 1) Правила листинга и официальная информация Гонконгской Фондовой Биржи <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>
- 2) DR Advisor Whitepaper J.P. Morgan Hong Kong Depositary Receipts www.adr.com
- 3) Listing in Hong Kong <http://www.hkex.com.hk>
- 4) Котировки и технические индикаторы депозитарных расписок на UC RUSAL на Гонконгской Фондовой Бирже. www.bloomberg.com
- 5) Омар Ганди Raising International Capital through ADR: Evidence from Emerging Markets
- 6) НКЕх Fact Book 2008 <http://www.hkex.com.hk>
- 7) Статья с сайта <http://top.rbc.ru/> «Акции "Русала" подешевели в Гонконге на 10,6%»
- 8) Статья газеты «Коммерсантъ» № 14 (4314) от 28.01.2010 "Русал" взял низкий старт
- 9) Статья газеты «Коммерсантъ», от 13.10.2009, ["Гвинея увеличивает претензии к "Русалу"](#)
- 10) Статья газеты Hong Kong Economic «Русал обеспечил привлечение \$ 2,24 млрд. от IPO»

²² Анализ возможности арбитражных сделок с ценными бумагами и депозитарными расписками российских эмитентов «Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов» <http://www.jurnal.org/>

²³ Индикатор «Скользящее среднее» показывает среднее значение цены за некоторый период времени. При расчете производится математическое усреднение цены за некоторый период. По мере изменения цены среднее, значение индикатора либо растёт, либо падает.