**«Виды первичного размещения ценных бумаг: отечественный и зарубежный опыт»**

**СОДЕРЖАНИЕ:**

[Введение. 3](#_Toc132562081)

[Глава 1. Источники привлечения компанией финансовых ресурсов 6](#_Toc132562082)

[**1.1. Потребность компании в финансовых ресурсах.** 6](#_Toc132562083)

[**1.2. Способы финансирования: банковский кредит, выпуск векселей, выпуск облигаций, выпуск акций.** 7](#_Toc132562084)

[**1.3. IPO как способ привлечения финансовых ресурсов.** 10](#_Toc132562085)

[Глава 2. Методические вопросы организации выхода компании на фондовый рынок с IPO акций. 14](#_Toc132562086)

[**2.1. Способы первоначального предложения акций.** 14](#_Toc132562087)

[**2.2. Выбор места размещения.** 14](#_Toc132562088)

[**2.3. Выбор схемы проведения IPO**. 17](#_Toc132562089)

[**2.4. Требования к компаниям, планирующим проведение IPO.** 22](#_Toc132562090)

[**2.5. Этапы подготовки компании к выходу на фондовый рынок.** 24](#_Toc132562091)

[**2.6. Размещение акций на фондовом рынке.** 41](#_Toc132562092)

[Глава 3. Опыт российских эмитентов по проведению IPO. 45](#_Toc132562093)

[**3.1. Требования зарубежных фондовых бирж к компаниям, проводящим IPO.** 45](#_Toc132562094)

[**3.2. Результаты проведения IPO российскими эмитентами на отечественных и зарубежных фондовых рынках.** 56](#_Toc132562095)

[**3.3. Перспективы развития рынка IPO, проводимых российскими эмитентами.** 61](#_Toc132562096)

[Заключение. 67](#_Toc132562097)

[СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 70](#_Toc132562098)

[Приложение. 75](#_Toc132562099)

# Введение.

В последние несколько лет существенно возрос интерес российских компаний к такому способу привлечения финансовых ресурсов, как выход на рынок ценных бумаг, в том числе посредством первичного размещения акций (IPO) на фондовых рынках, как отечественных, так и зарубежных. Интерес к публичным размещениям акций российских компаний связан с тем, что выход на фондовый рынок дает компании широкие возможности доступа к капиталу российских и иностранных инвесторов.

Ряд крупных российских компаний, разместивших свои акции на российском и зарубежных фондовых рынках в период с 1996 по 2003 год (ВымпелКом, МТС, Вимм-Билль-Данн, РБК, Аптечная сеть «36,6»), в 2004-2005 гг. пополнился новым списком эмитентов: пять компаний провели публичные размещения своих акций в 2004 году (Стальная группа Мечел, Концерн «Иркут», Седьмой континент, Открытые инвестиции и Концерн «Калина»), тринадцать компаний – в 2005 году (АФК «Система», НоваТЭК, Новолипецкий металлургический комбинат, Pyaterochka Holding, Evraz Group, Amtel-Vredestein, ЭКЗ «Лебедянский», Северсталь-Авто, Urals Energy, Rambler Media, International Marketing&Sales Group, Глобал-Каустик и АПК «Хлеб Алтая»), кроме того о своих планах на IPO в 2006-2010 г.г. заявили около 40 компаний, причем по оценкам экспертов, до 2010 г. на фондовый рынок предположительно выйдут порядка 80 российских компаний[[1]](#footnote-1).

IPO (Initial Public Offering) – первоначальное публичное предложение ценных бумаг через фондовый рынок - широко известно западной практике и активно используется зарубежными компаниями для привлечения финансовых ресурсов, а в последние годы стало устойчивым понятием и в российской практике. В классическом понимании IPO – это «первое по счету предложение акций компании на продажу широкой публике»[[2]](#footnote-2), т.е. первичное публичное размещение, когда компания впервые выпускает свои акции на рынок и их покупает широкий круг институциональных и частных инвесторов. Российское законодательство определяет публичное размещение ценных бумаг как «размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг»[[3]](#footnote-3). Однако в отечественной практике понятие IPO обычно трактуется более широко и включает различные способы публичного распространения акций среди широкого круга инвесторов: к IPO относят как первоначальное публичное размещение акций, так и иные формы публичного предложения акций на фондовом рынке, в том числе «частное размещение» среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже (placing, private offering), «вторичное публичное размещение» - т.е. публичное размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций (follow-on), продажа широкому кругу инвесторов крупного пакета ранее размещенных акций, принадлежащих акционерам (secondary public offering, SPO), а также прямое публичное размещение эмитентом акций напрямую первичным инвесторам, без использования организованного рынка (direct public offering, DPO)[[4]](#footnote-4).

Учитывая различия в механизме осуществления указанных выше способов публичного распространения акций среди широкого круга инвесторов, в настоящей работе под IPO будет пониматься как публичное предложение акций в широком смысле, включая все перечисленные способы предложения акций, - в связи с практикой проведения IPO российскими компаниями, так и публичное предложение акций в узком смысле, понимая под этим процедуру проведения публичного размещения ценных бумаг в российском законодательстве и западной практике, - в связи с описанием этапов проведения IPO.

Целью настоящей дипломной работы является обобщение и анализ опыта российских компаний в области проведения IPO как на российских площадках, так и за рубежом, освещение практических аспектов организации первоначального публичного предложения акций, включая проблемы правового регулирования проведения IPO в России и особенности зарубежной практики публичного размещения акций. В работе рассматривается процедура проведения IPO, тенденции развития первичных размещений на российском рынке и за рубежом, а также анализируется опыт уже проведенных IPO российскими компаниями.

Работа состоит из трех глав. В первой главе рассмотрены вопросы выбора источника привлечения компанией финансовых ресурсов, а также цели и предпосылки проведения IPO. Во второй главе рассматриваются методические вопросы первоначального публичного предложения акций, анализируются вопросы выбора структуры и места размещения, описывается поэтапная процедура выхода компании на фондовый рынок с IPO акций в соответствии с нормами российского законодательства. В третьей главе дается обзор зарубежных фондовых рынков и возможностей проведения IPO на них для российских эмитентов, анализируются итоги первоначального первичного предложения акций российскими компаниями в период с 1996 по 2005 годы, а также рассматриваются особенности, проблемы и перспективы развития IPO российских эмитентов.

В работе учтены новеллы российского законодательства, принятые в конце 2005 – начале 2006 года и направленные на устранение пробелов в правовом регулировании IPO в России, препятствовавших активному проведению публичных размещений на российских площадках. В работе также сделаны выводы и внесены предложения по совершенствованию рынка IPO в Российской Федерации.

При написании дипломной работы был изучен фактический материал, публикуемый средствами массовой информации и самими эмитентами на веб-сайтах компаний и в иных доступных источниках, аналитические статьи профессиональных изданий, а также нормативные акты, программы развития фондового рынка, материалы с официальных сайтов Федеральной службы по финансовым рынкам, российских и зарубежных фондовых бирж.

Глава 1. Источники привлечения компанией финансовых ресурсов.

## **1.1. Потребность компании в финансовых ресурсах.**

Перед компанией, достигшей определенного уровня развития и намеренной расширять свою хозяйственную деятельность, неизбежно возникает задача привлечения финансовых ресурсов в целях расширения производства, сети сбыта, развития региональных отделений, освоение новых направлений деятельности.

Для финансирования деятельности и проектов компания может использовать как внутреннее финансирование (собственные средства: нераспределенную прибыль, выручку от продажи имущества), так и внешнее финансирование (заемные средства: банковские кредиты, выпуск долговых ценных бумаг (векселей, облигаций), либо привлечение инвестиций путем выпуска долевых ценных бумаг - акций).

На начальных стадиях развития компании может быть достаточно воспользоваться внутренними источниками финансовых ресурсов и заемными источниками в виде банковского кредита. С расширением деятельности, стабильным ростом и развитием, с укреплением репутации компании как надежного заемщика, компания получает возможность привлекать финансовые ресурсы путем выпуска долговых ценных бумаг: векселей, облигаций. Однако при увеличении потребности компании в финансовых ресурсах возникает необходимость привлечения большего объема средств - в этом случае необходимые средства могут быть получены посредством выхода компании на рынок ценных бумаг, становления компании в качестве публичной, путем выпуска акций. При этом ресурсы денежного рынка (банковские кредиты, краткосрочные долговые ценные бумаги) могут быть достаточны для финансирования краткосрочных и среднесрочных проектов компании, но если денежные средства необходимы компании в течение долгосрочного периода в целях инвестирования в развитие бизнеса, компания начинает рассматривать возможности выхода на рынок капитала.

Источниками финансирования, доступными российским компаниям, в настоящее время могут выступать российские и иностранные банки – как источник кредитных ресурсов, иностранные и российские стратегические и портфельные инвесторы, вкладывающие деньги в акции предприятий, фондовые биржи как посредники при открытом размещении акций и облигаций, международные финансовые организации (Международная финансовая корпорация, Европейски банк реконструкции и развития и др.), представляющие финансирование как в виде кредитов, так и инвестирующие в акции предприятий, международные рынки капитала, частные инвесторы[[5]](#footnote-5).

В зависимости от того, какие из возможных источников финансирования выберет компания, будет определяться характер и способы финансирования.

Выбор источника финансирования (банк, стратегический инвестор, международный рынок капитала и т.п.) будет зависеть от различных факторов: финансового положения компании, ее долгосрочных целей развития, предпочтений и интересов высшего руководства, внешних экономических условий.

В целом, на принятие инвестиционного решения повлияют как избранная руководством компании финансовая стратегия, так и внешние условия, в которых функционирует компания: уровень процентных ставок, текущее и прогнозируемое состояние фондового рынка, наличие альтернативных финансовых инструментов, качество предоставляемых банковских услуг и т.п.[[6]](#footnote-6)

## **1.2. Способы финансирования: банковский кредит, выпуск векселей, выпуск облигаций, выпуск акций.**

Банковский кредит в качестве способа финансирования можно рассматривать с целью привлечения средств для решения краткосрочных и среднесрочных задач компании, при этом банковский кредит зачастую является наиболее доступным средством привлечения финансовых ресурсов. Несмотря на то, что кредиты могут быть как краткосрочными, так и среднесрочными и даже долгосрочными, особенностью данного способа финансирования остается то, что средства привлекаются на определенный, ограниченный период времени. Процентные ставки, как правило, являются довольно высокими и зависят от конъюнктуры финансового рынка, спроса хозяйствующих субъектов на кредитные ресурсы, наличия альтернативных предложений финансовых средств и сопутствующих рисков. Привлечение средств путем получения банковского кредита влечет за собой увеличение доли заемных средств в структуре капитала кампании, что может при определенных условиях негативно повлиять на ее финансовую устойчивость. Таким образом, для существенного изменения и расширения деятельности компании ресурсов, привлеченных путем банковского кредита оказывается недостаточно.

Привлечение финансовых ресурсов путем выпуска векселей может использоваться на этапе, когда компания уже приобрела положительную кредитную историю, статус надежного заемщика на рынке. При выпуске векселей, в отличие от эмиссии облигаций, организационные и временные издержки заемщика минимальны: не требуется проведения общих собраний акционеров и заседаний совета директоров компании для утверждения условий выпуска, а также прохождения процедуры регистрации выпуска в федеральном органе исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Однако выпуск векселей, как правило, не является полноценным способом долгосрочного финансирования, т.к. в этом случае доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок невозможен.

Многие компании обеспечивают свои потребности в инвестициях посредством выпуска корпоративных облигаций. Корпоративные облигации являются долговыми эмиссионными ценными бумагами и могут обращаться как на бирже, так и на внебиржевом рынке. Существует большое разнообразие облигаций в зависимости от условий их выпуска, размещения, обращения, выплаты дохода и погашения: средне- и долгосрочные, конвертируемые и неконвертируемые, с фиксированным и переменным купоном, и т.п. Однако успешный выпуск облигаций и размещение их на фондовом рынке имеют возможность осуществить, как правило, лишь крупные и известные компании, которым доверяют партнеры и инвесторы. При этом корпоративные облигации не всегда решают проблему привлечения капитала на долгосрочной основе: в российской практике пока недостаточно развит рынок долгосрочных облигаций, и привлеченные средства для эмитента являются заемными средствами, подлежащими возврату владельцам облигаций.

Финансирование потребностей компании в финансовых ресурсах путем размещения дополнительного выпуска акций осуществляется, как правило, с целью мобилизации долгосрочного капитала для расширения деятельности, развития бизнеса. При этом инвесторы, приобретая акции, становятся совладельцами компании и получают право на распределение части прибыли компании в виде дивидендов. К преимуществам публичного размещения акций (IPO) можно отнести то, что полученные в результате размещения акций финансовые средства не подлежат возврату и составляют собственный капитал компании. Привлеченные средства можно использовать для реализации долгосрочных проектов, развития деятельности предприятий, поглощения других компаний. Однако при этом у компании, решившей выйти на биржу, возникают обязательства по выполнению требований законодательства и правил фондовых бирж, включая высокие финансовые показатели деятельности, уровень корпоративного управления, раскрытие информации, что влечет за собой дополнительные издержки. Таким образом, быть публичными могут позволить себе лишь крупные компании, имеющие высокий потенциал роста.

Исходя из сказанного выше, наиболее эффективным следует признать такой путь развития бизнеса, при котором компания, в первую очередь, исчерпывает все возможности относительно долгового финансирования и только после этого, при необходимости, прибегает к инструментам рынка акционерного капитала. Преимущества и недостатки источников финансирования с использованием заемного и акционерного капитала приводятся в Таблице 1.

**Таблица 1: Преимущества и недостатки источников финансирования с использованием заемного и акционерного капитала.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Способ финансирования** | **Преимущества** | **Недостатки** |
| Банковский кредит | - сравнительная легкость привлечения средств: отсутствие необходимости в соблюдении формальностей, требуемых при выпуске эмиссионных ценных бумаг. | - высокая процентная ставка;  - срок кредита недостаточен для реализации долгосрочных планов и проектов. |
| Выпуск векселей | - не требуется соблюдения формальностей по проведению корпоративных собраний и регистрации выпуска ценных бумаг, как при выпуске эмиссионных ценных бумаг;  - низкие временные издержки. | - доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок невозможен. |
| Выпуск облигаций | - доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок;  - акционеры сохраняют полный контроль над компанией;  - выплаты процентов по займам, как правило, относятся на себестоимость;  - кредиторы не участвуют в распределении прибыли компании. | - издержки на организацию и государственную регистрацию выпуска облигаций;  - в определенных случаях: необходимость наличия гарантий и обеспечений;  - риск невыполнения обязательств по займу (риск дефолта). |
| IPO | - привлеченные средства составляют собственный капитал компании;  - нет необходимости возвращать привлеченные средства инвесторам;  - доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок;  - источник долгосрочного финансирования;  - возможность определить реальную рыночную стоимость акций и реализовать часть стоимости акционерной собственности;  - нет необходимости в обязательных ежегодных дивидендных выплатах (по обыкновенным акциям). | - доля акционерного капитала, предложенная к публичному размещению, «разводняет» акционерный капитал и может привести к снижению уровня контроля над компанией со стороны нынешних акционеров;  - высокие временные издержки, включая длительный этап прохождения процедур due diligence, анализа финансовой отчетности и хозяйственной деятельности компании;  - соблюдения ряда строгих требований фондовых бирж, в т.ч. к раскрытию информации;  - значительные финансовые издержки, включая вознаграждения консультантам и андеррайтерам, платежи за осуществление листинга на бирже и т.п.;  - цена размещаемых ценных бумаг зависит от конъюнктуры рынка в период размещения;  - котируемые компании должны в дальнейшем выполнять ряд строгих требований законодательства о ценных бумагах и правил бирж. |

## **1.3. IPO как способ привлечения финансовых ресурсов.**

Основной целью при проведении IPO является привлечение дополнительного финансирования на долгосрочной основе для развития бизнеса компании. При этом IPO считается одним из самых дорогих способов привлечения финансирования, т.к. помимо расходов на проведение эмиссии выпуска акций эмитент несет расходы на привлечение юридических консультантов и аудиторов, на выплату комиссионных инвестиционным банкам, что, как правило, в несколько раз превышает затраты на осуществление облигационных займов.

Проведению IPO должна предшествовать разработка и поэтапная реализация долгосрочной стратегии развития компании, направленной на достижение максимальной стоимости бизнеса. При этом одним из важных является вопрос осуществления контроля над компанией: при проведении публичной эмиссии акций нынешние акционеры должны быть готовы к тому, что в результате уменьшится объем их влияния на решения, принимаемые компанией, им придется учитывать интересы новых акционеров.

Кроме того, в результате приобретения компанией публичного статуса ее стоимость будет зависеть не только от деятельности самой компании, но также и от ситуации на фондовом рынке, который будет влиять на политику компании относительно выплаты дивидендов. Кроме того, в силу публичности компании, ее внутренние проблемы получат огласку и будут открыто обсуждаться на общих собраниях акционеров[[7]](#footnote-7).

Несмотря на то, что основная цель проведения IPO – это привлечение существенного финансового капитала на долгосрочной основе, при осуществлении публичного размещения акций компания имеет возможность достичь также следующих целей:

1) обретение объективной рыночной оценки компании (рыночной капитализации), создание механизма формирования рыночных цен на акции компании;

2) улучшение финансового состояния компании, повышение финансовой устойчивости;

3) улучшение имиджа и повышение престижа компании, позиционирование компании как публичного института, т.к. первичное размещение акций подтверждает, что корпоративное управление в компании соответствует принятому стандарту, достигнута информационная прозрачность и компания обладает долгосрочной стратегией развития бизнеса;

4) привлечение стратегических инвесторов, расширение круга кредиторов и контрагентов;

5) повышение эффективности контроля и управления, и др.

Однако в связи с проведением IPO компания несет определенные издержки. Так, высшему руководству компании необходимо разработать стратегию ее долгосрочного развития компании, определить размер и объем продаж, потенциал роста и др., т.к. инвесторы ожидают от публичной компании более высокого уровня дохода на ее акции, чем от средней компании, чьи акции не котируются на фондовом рынке. Компании придется показывать показатели несколько выше чем средние по отрасли, чтобы стимулировать спрос на свои акции, а также придется выполнять требования листинга биржи – предоставлять подробную финансовую отчетность, на основании которой аналитики будут делать свои выводы и прогнозы, а также раскрывать достоверную информацию о своей деятельности, составе акционеров, аффилированных лицах.

В настоящее время в России существует значительное число компаний, достигших необходимого уровня развития для проведения IPO. При этом для успешного выхода на фондовый рынок компания должна удовлетворять определенным требованиям:

- иметь устойчивую позицию на рынке, занимать значительную рыночную долю, иметь сильные конкурентные позиции;

- иметь достаточный размер бизнеса;

- иметь оптимальную структуру финансирования;

- рентабельность бизнеса должна быть не ниже средней по отрасли;

- иметь современную организацию системы управления, в том числе соблюдать принципы корпоративного управления, раскрытия информации, реализовывать дивидендную политику;

- составлять финансовую отчетность по международным стандартам;

- иметь четкую стратегию развития.

Перед тем как планировать проведение IPO, компании необходимо оценить существующую структуру капитала, чтобы определить, готова ли компания к выходу на фондовый рынок. Так, у нормально функционирующей компании, в соответствии с западной практикой, коэффициент соотношения заемных и собственных средств составляет от 1 до 3, при этом соотношение собственных средств к общим активам должно превышать 25 %. В противном случае компания становится уязвимой к изменениям конъюнктуры финансового рынка. С другой стороны, соотношение заемных и собственных средств менее 1 считается, как правило, слишком консервативным.

При подготовке к IPO необходимо учитывать также внешние условия:

- экономическую ситуацию: в настоящее время России присвоены инвестиционные рейтинги ведущих рейтинговых агентств, а высокие цены на нефть формируют приток финансовых ресурсов в страну, что создает благоприятный климат для планирования размещений;

- текущее состояние фондового рынка: российский фондовый рынок является развивающимся, достаточно волатильным, характеризуется довольно низким уровнем капитализации и долей акций, находящихся в свободном обращении;

- существующую инфраструктуру фондового рынка: прогрессивные биржевые технологии, развитая сеть депозитариев, регистраторов, инвестиционных банков[[8]](#footnote-8).

К наиболее перспективным секторам экономики, в которых наиболее вероятен высокий интерес компаний к проведению IPO, следует выделить такие отрасли, как металлургия, химическая промышленность, машиностроение, высокие технологии, строительство, торговые сети, и др.[[9]](#footnote-9)

Предпосылками к повышению роли первичных размещений как способу привлечения финансовых ресурсов стали как изменения в российском законодательстве[[10]](#footnote-10), так и существенные улучшения в практике корпоративного управления компаний, повышение прозрачности, раскрытие реальных собственников, сокращение числа нарушений прав миноритарных акционеров[[11]](#footnote-11). В масштабах экономики IPO дает возможность перераспределения временно свободных денежный ресурсов через рынок ценных бумаг в отрасли, нуждающиеся в инвестициях в производство.

# Глава 2. Методические вопросы организации выхода компании на фондовый рынок с IPO акций.

## **2.1. Способы первоначального предложения акций.**

Способы первоначального публичного предложения акций (IPO в широком смысле, согласно определению, данному во введении к настоящей работе) можно классифицировать следующим образом:

1) по месту размещения:

- на российском рынке;

- на зарубежных рынках;

2) по способу предложения:

- первичное размещение выпуска акций через организованный рынок (initial public offering, IPO в его классическом варианте);

- «частное размещение» среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже (placing, private offering);

- «вторичное публичное размещение» - т.е. публичное размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций (follow-on);

- продажа широкому кругу инвесторов крупного пакета ранее размещенных акций, принадлежащих акционерам (secondary public offering, SPO);

- прямое публичное размещение эмитентом акций напрямую первичным инвесторам, без использования организованного рынка (direct public offering, DPO);

3) по схеме обращения акций на организованном рынке:

- путем листинга ценных бумаг эмитента на фондовой бирже (для компаний той же страны, где проводится размещение);

- путем выпуска депозитарных расписок на ценные бумаги эмитента (для компаний, являющихся иностранными по отношению к стране, где проводится размещение).

## **2.2. Выбор места размещения.**

Перед компанией, планирующей привлечение финансовых ресурсов посредством проведения IPO, стоит вопрос о выборе места размещения: проводить ли размещение на российских площадках, либо в качестве места размещения выбрать зарубежную биржу?

В качестве российских торговых площадок эмитенты, как правило, выбирают между крупнейшими фондовыми биржами - ММВБ и РТС. Так, за период с 2002 по 2005 гг. на ММВБ провели размещение 7 компаний, на РТС – 8 компаний[[12]](#footnote-12).

В качестве зарубежных площадок наиболее популярными являются Нью-Йоркская фондовая биржа (New-York Stock Exchange, NYSE) и Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE).

Среди факторов, влияющих на выбор площадки для размещения, можно выделить следующие:

- возможности, которые дает площадка для привлечения необходимых финансовых ресурсов;

- финансовые затраты, которые понесет эмитент на проведение размещения, а также временные затраты эмитента на подготовку в целях соответствия компании требованиям выбранной площадки, и на собственно выпуск и размещение акций;

- действующая система требований к эмитентам и их ценным бумагам, система требований к раскрытию информации;

- соответствие круга потенциальных инвесторов интересам компании;

- соответствие площадки уровню компании;

- планируемый объем размещения;

- финансовые показатели эмитента;

- публичная история эмитента;

- будущая ликвидность акций[[13]](#footnote-13).

До 2002 года из-за низких показателей развития фондового рынка компании было практически невозможно привлечь необходимые финансовые ресурсы внутри России, поэтому ряд крупных компаний («ВымпелКом», МТС, «Вимм-Билль-Данн») выбрали для размещения зарубежные рынки. Рынок США привлекателен для российских эмитентов прежде всего тем, что он является самым большим в мире рынком по общей рыночной капитализации компаний, торговому обороту, привлеченным средствам и количеству инвесторов. Однако среди недостатков американского рынка можно отметить жесткое государственное регулирование и высокие затраты на проведение размещений. Таким образом, проведение IPO на этих рынках оправдано только при значительных объемах размещения. Рынок Великобритании имеет более простую, по сравнению с США, систему регулирования рынка ценных бумаг, а размещение на таком рынке требует меньших затрат при значительном количестве инвесторов, способных обеспечить высокую ликвидность акциям[[14]](#footnote-14).

Однако размещение на западных рынках сопровождается большими затратами для компании, в том числе из-за существующего жесткого регулирования процесса раскрытия информации. В России же требования к раскрытию информации, а также к финансовым показателям эмитента для выхода на фондовый рынок, значительно ниже, что в определенных случаях дает дополнительные преимущества при размещении акций на российском рынке: во-первых, размещение на отечественном рынке является условием для получения листинга на зарубежных биржах, во-вторых, затраты российского IPO ограничены, а спрос среди инвесторов прогнозируется в будущем как высокий.

Тем не менее, в настоящее время имеется ряд сдерживающих факторов, которые тормозят развитие IPO на российских площадках:

1) сложность определения справедливой стоимости акций. Дело в том, что традиционные методы оценки акций, основанные на дисконтировании дивидендов, а также сравнении показателей цена/прибыль не действуют в России, поскольку компании зачастую не платят дивиденды, а также не раскрывают свою прибыль. Для оценки компании необходимо применять методы дисконтированных денежных потоков, основанных на информации, которой владеют только менеджеры компании и действительные акционеры, а потенциальным инвесторам, как правило, бывает недоступна информация о реальном состоянии дел в компании, что существенно затрудняет проведение качественной оценки;

2) законодательные ограничения. Вплоть до начала 2006 года процедура публичного размещения акций российских эмитентов сопровождалась серьезными временными затратами из-за наличия требования законодательства о соблюдении преимущественного права акционеров по выкупу акций нового выпуска в течение 45 дней с момента регистрации выпуска. Необходимость ожидания 45 дней с момента государственной регистрации выпуска акций до окончания срока осуществления преимущественного права препятствовала формированию адекватной рыночной цены на акции нового выпуска. Кроме того, законодательством была предусмотрена обязательная государственная регистрация отчета об итогах выпуска акций в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР), что занимало период времени от двух недель и выше, в связи с чем было невозможно начать вторичное обращение акций до получения из регистрирующего органа зарегистрированного отчета. Следует отметить, что указанные законодательные ограничения были сняты путем внесения изменений в российское законодательство об акционерных обществах и рынке ценных бумаг в конце 2005 – начале 2006 гг: срок осуществления преимущественного права акционеров на приобретение акций нового выпуска в определенных случаях был сокращен до 20 дней, а наряду с традиционной процедурой регистрации в ФСФР отчета об итогах выпуска акций была введена упрощенная процедура регистрации выпуска фондовой биржей и представления в ФСФР уведомления об итогах выпуска – в случае, если эмиссия осуществляется публично через фондовую биржу[[15]](#footnote-15) Представляется, что изменения, внесенные в законодательство, позволят устранить имеющиеся ограничения и будут способствовать повышению интереса эмитентов к публичным размещениям на российских фондовых биржах.

Таким образом, вопрос о том, где проводить первоначальное публичное размещение акций, стоит сегодня перед многими потенциальными эмитентами, готовящимися к IPO. В настоящее время растет количество планируемых размещений на российском рынке, что обусловлено тем, что размещение на российских рынках требует меньше затрат, чем размещение на западных площадках, и в российской финансовой системе имеется достаточно большое количество денежных средств. И все-таки в основном крупные размещения компаний планируются на Западе (прежде всего на Лондонской фондовой бирже, LSE), т.к. гораздо больше финансовых ресурсов находится у широкого круга иностранных инвесторов. Российские площадки остаются привлекательными для компаний средней капитализации до 500 млн. долл., т.к. размещение акций российских предприятий среднего размера на мировых рынках финансово нецелесообразно в силу высокой стоимости проведения на них IPO[[16]](#footnote-16).

## **2.3. Выбор схемы проведения IPO**.

Перед началом работы по проекту компания и ее консультанты должны выбрать одну из существующих схем проведения IPO.

При проведении IPO на российских площадках широко применяются две распространенные схемы структурирования проведения IPO:

- классическая схема: новым инвесторам предлагают дополнительно выпущенные акции компании, т.е. происходит выпуск новых акций, размещаемый по открытой подписке среди неограниченного круга инвесторов.

- схема с участием акционера: предложение новым инвесторам уже выпущенных акций, которые продаются кем-либо из существующих акционеров компании. Новый же выпуск акций размещается уже после продажи ранее выпущенных акций инвесторам[[17]](#footnote-17).

Выбор той или иной структуры проведения IPO влияет как на распределение рисков между всеми участниками сделки, так и на финансовую успешность самого проекта IPO. При этом структура сделки и выбор площадки определяются такими факторами, как юрисдикция «головной» компании холдинга и требование российского законодательства получить российский листинг, прежде чем будет возможен выход на международные рынки[[18]](#footnote-18).

Классическая схема проведения IPO - размещение акций дополнительного выпуска по открытой подписке через фондовую биржу, **-** подразумевает, что в ходе эмиссии компания осуществляет выпуск дополнительных акций по открытой подписке, которые предлагаются новым инвесторам. В результате акции через фондовую биржу приобретаются их первыми владельцами (первичный рынок акций).

К плюсам данной схемы можно отнести следующие факторы:

- прозрачность и понятность денежных потоков и передачи акций;

- вновь выпущенные акции свободны от рисков, связанных с их предыдущими владельцами, т.к. область проверки инвесторами ограничивается только правильность проведения выпуска новых акций; и нет необходимости проводить юридическую проверку сделок между предыдущими владельцами.

К недостаткам данной схемы до недавнего времени можно было отнести проблемы правового регулирования процедуры публичного выпуска акций. Так, до внесения изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»[[19]](#footnote-19), был установлен 45-тидневный срок осуществления акционерами преимущественного права приобретения акций нового выпуска, что влекло за собой необходимость установления цены размещения акций за 45 дней до их фактической продажи на рынок. Кроме того, препятствием для проведения размещения по классической схеме было требование законодательства об обязательной регистрации отчета об итогах их выпуска: подготовка отчета и его регистрация в ФСФР занимает в среднем около месяца, что фактически блокирует обращение акций до момента регистрации отчета об их выпуске, т.к. российским законодательством предусмотрен запрет на совершение сделок с акциями до регистрации отчета. Таким образом, в течение некоторого времени после покупки акций инвесторы не моли их отчуждать, подвергаясь риску того, что отчет об итогах выпуска не будет зарегистрирован ФСФР. Однако в настоящее время указанные ограничения устранены путем внесения изменений в действующее законодательство: теперь допускается определение цены размещения ценных бумаг после окончания срока действия преимущественного права, а сам срок сокращен до 20 дней. Кроме того, законодательством установлена возможность представления в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска ценных бумаг вместо регистрации отчета об итогах выпуска, что позволило сократить сроки начала вторичного обращения акций выпуска[[20]](#footnote-20).

Вторая схема - схема с участием акционера, т.е. публичное предложение через фондовую биржу акций, размещенных инвестору по закрытой подписке, - до недавнего временипозволяла устранить указанные выше недостатки правового регулирования. В данном случае инвесторы покупают уже существующие акции, в отношении которых отсутствуют ограничения на отчуждение (т.к. отчет об итогах выпуска уже зарегистрирован). Такая схема продажа дает возможность компании и ее консультантам довольно точно определить цену продажи акций на основании спроса инвесторов и продать акции по справедливой цене на тот момент времени.

При реализации схемы осуществляется структурирование размещения таким образом, чтобы инвесторы не подвергались дополнительным рискам, приобретая акции не дополнительного выпуска, а уже существующие акции, продаваемые одним из акционеров компании. Хотя компания и осуществляет дополнительный выпуск акций и регистрирует его в ФСФР, после регистрации инвесторам предлагаются уже существующие акции, продаваемые кем-то из акционеров. После продажи акций на рынке и определения цены компания начинает размещение дополнительных акций, которые либо покупаются акционерами, продавшими акции на рынке, либо передаются им после размещения третьему лицу по иным основаниям.

К минусам данной схемы можно отнести следующие:

- сложность ее реализации;

- необходимость вовлечения в схему существующих акционеров, которые вынуждены взять на себя определенные риски: существует вероятность, что в ходе продажи акций акционеры на какой-то момент могут потерять контроль над компанией, либо же, в случае каких-либо проблем с дополнительным выпуском, не иметь возможности восстановить свой пакет до уровня, существовавшего до IPO;

- инвесторы несут риск того, что акционер, продавший акции, может не купить акции дополнительного выпуска и, таким образом, деньги, уплаченные инвесторами, не попадут в компанию.

Выбор той или иной схемы зависит от каждой конкретной ситуации, однако представляется, что первая, классическая схема, получит более широкое распространение в связи со снятием законодательных ограничений, препятствовавших ее реализации[[21]](#footnote-21).

Для проведения IPO на зарубежных площадках, согласно российскому законодательству, компания должна получить разрешение ФСФР[[22]](#footnote-22). При этом в соответствии с последними изменениями законодательства количество акций российского эмитента, размещение или обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации, не должно превышать 35 % от общего количества всех размещенных акций российского эмитента той же категории. Акции каждого выпуска, размещение которых предполагается за пределами Российской Федерации, одновременно должны быть предложены к размещению на российской фондовой бирже, причем за пределами Российской Федерации может быть размещено не более 70 % от общего количества размещаемых акций такого выпуска.

Однако в обход указанного правила ряд компаний, среди которых были Pyaterochka Holding N.V. и Rambler Medi, при проведении IPO на зарубежных площадках пользовались следующей схемой: создавали компанию иностранной юрисдикции, которая владела российскими активами, но не обязана была прибегать к размещению акций на российских фондовых биржах.

Для осуществления листинга на зарубежных биржах российская компания должна выпустить депозитарные расписки на свои акции (американские депозитарные расписки, АДР, – в США, глобальные депозитарные расписки, ГДР, - в Великобритании). Депозитарные расписки на определенное количество акций эмитента выпускает агент — зарубежный банк-депозитарий. Технология работы с иностранными акциями лучше всего освоена американскими банками, выпускающими ADR. Существуют АДР трех уровней. Для включения в биржевой листинг достаточно выпуска АДР первого или второго уровня на уже существующие акции. Основное различие между этими уровнями состоит в том, что АДР первого уровня могут включаться в листинг европейских бирж, но в самих США котируются только на внебиржевом рынке. Выпуск АДР второго уровня подлежит регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), после чего они допускаются к обращению на американской бирже. Первичное размещение ценных бумаг (IPO) на американской фондовой бирже осуществляется при помощи АДР третьего уровня, однако для реализации такой программы компания должна отвечать строгим требованиям: показывать устойчивый рост финансовых показателей и увеличивать свою долю рынка, иметь размер активов и/или годового оборота не менее $ 5-10 млн. долл. (оптимально - начиная от $ 25 млн. долл.), пройти аудит по американским стандартам и иметь отчетность, подготовленную в формате US GAAP, осуществлять деятельность в привлекательных для аналитиков и ориентирующихся на них инвесторов секторах экономики, иметь достаточно ликвидный баланс и не быть чрезмерно обременённой кредиторской задолженностью, а также иметь квалифицированный менеджмент, обладающий долгосрочным видением стратегии развития бизнеса[[23]](#footnote-23).

В качестве альтернативы выпуска АДР (ГДР) эмитенты также могут воспользоваться схемой с приобретением уже публично торгуемой компании (так называемой «shell-компанией» - компанией-«оболочкой»). Так, если целью компании является выход на зарубежный фондовый рынок, но препятствием для нее являются высокие издержки и риск неудачного проведения IPO, компания может привлечь иностранные инвестиции с помощью метода «обратного поглощения». Если при проведении IPO компания получает публичный статус и проходит листинг на бирже, проводит первичное распределение среди акционеров и далее проводит вторичное распределение акций через торги на бирже, то при реализации процедуры «обратного слияния» компания может раздельно провести эти три процедуры, минимизировав свои затраты. Для реализации такой схемы выбирается shell-компания – американская компания, акции которой котируются на бирже, однако ее деятельность фактически прекращена или приостановлена в силу различных обстоятельств (неблагоприятная конъюнктура, продажа активов в счет покрытия обязательств и т.п.). Купленная российскими собственниками shell-компания приобретает российскую компанию в обмен на свои акции. Российская компания, таким образом, превращается в холдинговую структуру с головной американской публично торгуемой компанией, контролируемой владельцами компании. Однако при использовании данной схемы возникают определенные трудности, т.к. инвесторы настороженно относятся к таким проектам, поэтому технология использования схемы с обратным слиянием не получила в России широкого распространения. По прогнозам экспертов, в России до 2010 года произойдет не более пяти сделок такого типа[[24]](#footnote-24).

## **2.4. Требования к компаниям, планирующим проведение IPO.**

Среди российских компаний, проявляющих интерес к возможностям выхода на первичный рынок акций, можно выделить следующие группы:

- компании, ориентированные на экстенсивный рост за счет расширения географии бизнеса и приобретения региональных конкурентов, которые нуждаются в дополнительных средствах - к этому типу относятся компании из потребительского сектора, и именно они за 2004 год осуществили больше всего IPO;

- компании, созданные с нуля и достигшие определенных высот, владельцы которых хотят конвертировать свои достижения в денежный эквивалент;

- компании, владельцы которых рассматривают возможность продажи части или всей компании стратегическим инвесторам.

При отборе кандидата для IPO, андеррайтеры ориентируются на компании, удовлетворяющие определенным показателям:

- компания имеет значительный потенциал будущего роста;

- компания работает на динамично развивающемся и платежеспособном рынке;

- компания обладает уникальным продуктом или услугой, которые пользуются повышенным спросом;

- у компании имеется сильная команда менеджеров, ориентированных на создание стоимости и ее приращение для акционеров;

- компания отличается ярко выраженными преимуществами перед конкурентами;

- компания способна продемонстрировать умение достигать поставленной цели, наличие ясной и четкой стратегии развития бизнеса;

- компания имеет четкую и прозрачную корпоративную структуру.

Среди групп потенциальных эмитентов, которые могут выйти на рынок IPO в ближайшие годы, можно выделить следующие:

- крупные российские компании, в основном сырьевого сектора, имеющие солидную кредитную историю: большинство таких компаний уже торгуются на фондовом рынке в России, и могут проводить IPO на зарубежных рынках в форме ADR;

- компании, ориентированные на внутреннего потребителя: такие компании являются кандидатами на проведение IPO на российских торговых площадках;

- небольшие инновационные компании: для таких компаний IPO возможно в перспективе, в случае поддержки на государственном уровне венчурного бизнеса.

Возможен приход на российский рынок с IPO ведущих эмитентов СНГ. В настоящее время российский фондовый рынок является крупнейшим и наиболее емким на всем постсоветском пространстве. Так, на фондовую биржу ММВБ приходится около 90 % совокупного оборота торгов акциями стран СНГ, в то время как на Казахстанскую фондовую биржу KASE приходится немногим более 1 % совокупного объема торгов. В дальнейшем есть все основания для концентрации на российских биржах операций с финансовыми активами стран, тяготеющих в финансовом и экономическом плане к России, в первую очередь стран СНГ[[25]](#footnote-25).

В то же время, существуют ситуации, когда выход компании на IPO практически невозможен:

- во-первых, не могут проводить IPO компаний, использующих в своей деятельности так называемые «серые схемы» минимизации налогообложения;

- во-вторых, доступ к IPO закрыт для компании, являющиеся участниками корпоративных конфликтов с напряженными отношениями между акционерами, менеджерами, контрагентами и с неясными судебными перспективами. Более того, заявление об IPO автоматически повышает внимание к компании и вводит ее в зону повышенного риска;

- в-третьих, ситуация в отрасли, которая не благоприятствует выходу компаний этой отрасли на биржу (например, контролируемая государством секретность определенных видов деятельности, когда компания не сможет обнародовать определенные сведения).

## **2.5. Этапы подготовки компании к выходу на фондовый рынок.**

В настоящем разделе приводится описание процедуры подготовки и проведения IPO в узком смысле, по классической схеме – первичное размещение акций, предлагаемое широкой публике через фондовый рынок.

Процедура выхода компании на фондовый рынок с первоначальным публичным предложением (IPO) акций представляет собой многоэтапный и многоплановый процесс, в который оказываются вовлечены как внутренние службы компании, так и привлеченные консультанты, и занимает длительные период времени - до 1,5-2 лет.

При этом к факторам успеха при проведении IPO можно отнести:

- соблюдение формальных требований к эмитентам для выхода на фондовый рынок, учитывая различия в законодательстве и требованиях бирж в России и за рубежом;

- наличие опытных консультантов – андеррайтера, аудиторов, юристов, PR-службы;

- наличие четкого бизнес – плана;

- тщательная заблаговременная подготовка проекта;

- внедрение современной системы корпоративного управления;

- сильная команда менеджеров;

- правильный момент выхода на фондовый рынок.

Процедура подготовки компании к выходу на фондовый рынок включает следующие этапы:

1) стадия предварительной подготовки компании к выходу на IPO:

- построение структуры компании (холдинга);

- постановка системы корпоративного управления;

- подготовка консолидированной финансовой отчетности компании (холдинга) в соответствии с международными стандартами;

2) стадия подготовки к выпуску акций:

- привлечение финансового консультанта (андеррайтера), аудиторов, юридических консультантов;

- проведение процедуры due diligence;

- разработка инвестиционного плана;

- подготовка проспекта ценных бумаг;

3) стадия регистрации выпуска и проспекта ценных бумаг;

4) стадия размещения акций на фондовой бирже.

**Предварительная подготовка компании к проведению IPO.**

Стадия предварительной подготовки компании к IPO включает построение оптимальной, прозрачной и понятной для инвесторов структуры управления компанией, консолидацию структур, входящих в систему холдинга, реструктуризацию бизнеса системы ее корпоративного управления, формирование привлекательной финансовой отчетности и получение аудиторского заключения.

Подготовительная стадия имеет существенное значение, поскольку инвестор при выборе объекта инвестирования уделяет внимание:

- структуре собственности компании: сведения о владельцах пакетов акций на практике могут скрываться за номинальными держателями, поэтому приобретатели должны располагать информацией, по отношению к кому их пакеты будут миноритарными, т.к. это влияет на обеспечение их прав и интересов;

- правам акционеров: организационно-управленческая структура должна обеспечивать соблюдение интересов акционеров, менеджмента, кредиторов;

- раскрытию информации: информационная прозрачность позволяет акционерам, кредиторам и другим заинтересованным лицам осуществлять эффективное наблюдение за действиями руководства, а также за производственными и финансовыми результатами компании, прогнозировать ее развитие и собственные доходы;

- аудиту и отчетности: для отражения реальных результатов работы компании необходимо составление консолидированной отчетности по группе компаний, к которой относится эмитент, по международным стандартам МСФО (IFRS) или стандартам US GAAP, а также привлечение к аудиту такой отчетности независимого аудитора с безупречной репутацией;

- совету директоров: в целях соблюдения интересов всех групп акционеров в совет директоров компании должны входить независимые директора, создаваться комитеты.

Цель данной стадии – заложить в структуру компании все необходимые элементы, которые формируют ее привлекательность для инвесторов на фондовом рынке, а также позволят отвечать всем требованиям, предъявляемым российским и зарубежным законодательством к компаниям, публично размещающим свои акции.

Одним из распространенных недостатков большинства российских компаний является их непрозрачная структура. Однако для того, чтобы планируемое IPO было успешным и инвесторы справедливо оценили стоимость предлагаемых акций, структура компании (холдинга) должна быть понятна инвесторам.

Основные принципы, по которым формируется структура компании:

1) основные владельцы акционерного капитала должны быть известны;

2) все активы должны быть консолидированы „под эмитентом”, находиться на его консолидированном балансе;

3) инвестору должно быть понятно движение денежных потоков в рамках холдинга.

Первый принцип выполняется, когда компания раскрывает информацию о себе в соответствии с действующим законодательством. Так, российское законодательство о рынке ценных бумаг предусматривает обязанность компании, созданной в форме акционерного общества и имеющей зарегистрированный проспект ценных бумаг раскрывать информацию о существенных фактах, ежеквартальный отчет эмитента, информацию об аффилированных лицах, а также иную информацию, имеющую значения для принятия инвесторами решения о приобретении ценных бумаг[[26]](#footnote-26).

Второй принцип реализуется в случае, если акции (доли) компаний, владеющих активами, лежащими в основе бизнеса, находятся в собственности (на балансе) «головной» компании, которая впоследствии станет эмитентом и выпустит акции при проведении IPO. Процесс реструктуризации может занять довольно длительный период, т.к. для успешной реализации проекта необходимо:

- составить план реструктуризации, определиться со структурой холдинга, обеспечить юридическую чистоту деятельности компаний, которые будут участвовать в структуре холдинга, ликвидировать компании, прекратившие деятельность;

- определиться с компаний, которая возьмет на себя роль эмитента при проведении IPO;

- согласовать с антимонопольными органами сделок по передаче акций (долей) компаний, участвующих в консолидации, головной компании;

- перевести под «головную» компанию акции и доли компаний, входящих в холдинг;

- провести реорганизацию компании в открытое акционерное общество, готовое к проведению эмиссии акций в рамках IPO[[27]](#footnote-27).

Реализация третьего принципа требует наличия у компании консолидированной финансовой отчетности, из которой инвестор может почерпнуть информацию о движении денежных потоков между «головной» компанией и ее дочерними структурами.

Постановка системы корпоративного управления компании – также одна из важных задач при подготовке компании к проведению IPO.

Уровень корпоративного управления в компании как правило оценивается исходя из следующих факторов:

- прозрачность структуры собственности;

- соблюдение основных корпоративных процедур и соответствие их действующему законодательству;

- раскрытие информации о компании;

- состав, полномочия и технология работы совета директоров;

- наличие системы внутреннего контроля[[28]](#footnote-28).

По оценкам экспертов, в настоящее время наблюдается устойчивая положительная тенденция в деятельности российских публичных компаний, как в практике корпоративного управления, так и в информационной прозрачности[[29]](#footnote-29).

В действующем российском законодательстве и правилах листинга российских бирж содержатся требования к системе корпоративного управления эмитентов[[30]](#footnote-30), к основным из которых можно отнести:

- своевременное проведение общего собрания акционеров, извещение акционеров о собрании не позднее чем за 30 дней, наличие у акционера возможности внести вопрос в повестку дня общего собрания акционеров;

- наличие в совете директоров акционерного общества не менее 3 независимых директоров, а также периодическое проведение заседаний совета директоров;

- наличие комитетов (комитета по аудиту, комитета по кадрам и вознаграждениям), состоящих или возглавляемых независимыми директорами;

- наличие положений об информационной политике и инсайдерской информации;

- наличие утвержденных советом директоров процедур внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью акционерного общества, наличие специального подразделения акционерного общества, обеспечивающего соблюдение процедур внутреннего контроля (контрольно-ревизионной службы);

- наличие коллегиального исполнительного органа[[31]](#footnote-31);

- раскрытие информации – все сделки с ценными бумагами компании членами совета директоров должны раскрываться.

Особенно важна роль независимых (неисполнительных, внешних, профессиональных) директоров, т.к. роль совета директоров охватывает разработку стратегии развития компании и контроль ее реализации, обеспечение эффективного контроля за деятельностью менеджмента, обеспечение создания и действенности системы управления рисками, организация взаимодействия с различными группами акционеров и инвесторов[[32]](#footnote-32).

В российской практике получили распространение правила и рекомендации, закрепленные в Кодексе корпоративного поведения, утвержденном ФКЦБ РФ[[33]](#footnote-33), направленные на повышение роли корпоративного управления в российских публичных компаниях, формирование доверия акционеров и инвесторов к компании.

Для оценки степени реализации принципов корпоративного управления в российских компаниях применяются рейтинги корпоративного управления, направленые на оценку эффективности механизмов корпоративного управления в интересах финансово заинтересованных лиц, в первую очередь, акционеров. Рейтинг корпоративного управления может содействовать росту стоимости бизнеса и ликвидности ценных бумаг, а при проведении IPO позволяет удешевить стоимость привлекаемых ресурсов и диверсифицировать источники финансирования, а для самой компании – позволяет выстроить корпоративную историю и даст ориентиры для улучшения внутрикорпоративных стандартов и процедур.

При оценке корпоративного управления в компании экспертами оцениваются такие факторы, как:

1) прозрачность структуры собственности, т.е.:

- раскрытие информации о реальных собственниках (контрольного или крупных пакетов);

- опосредованная собственность менеджмента;

- концентрация прав собственности и влияние собственников и других заинтересованных лиц;

- сделки с заинтересованными лицами (перекрестное субсидирование, трансфертное ценообразование);

2) права акционеров и отношения с финансово заинтересованными лицами, включая:

- процедуры проведения собраний акционеров, простота доступа на собрания, предоставляемая информация;

- процедуры голосования и обсуждения;

- права собственности и меры защиты против поглощений, гарантии прав собственности;

- дивидендная политика и дисциплина;

- наличие механизмов, препятствующих смене собственника;

3) прозрачность, раскрытие информации и аудит:

- используемые стандарты финансовой отчетности;

- полнота раскрытия информации нефинансового характера (активы, стратегия), анализ рисков;

- вознаграждение менеджмента и директоров, аудитора;

- социальная и экологическая отчетность (стандарты GRI);

4) структура и эффективность совета директоров:

- независимые директора, профессиональный состав, комитеты;

- роль и эффективность совета директоров: контроль и аудит (процедуры по утверждению сделок с заинтересованностью; крупных сделок; инвестиционных проектов), разработка стратегии, контроль за рисками (в т.ч. нефинансовыми), оценка эффективности, назначение на руководящие должности;

- компенсации членам совета директоров и руководству[[34]](#footnote-34).

Подготовка консолидированной финансовой отчетности компании (холдинга) в соответствии с международными стандартами МСФО или US GAAP является неотъемлемой частью процесса подготовки к проведению IPO. Так, создание консолидированного баланса – необходимый элемент перехода компании на «единую акцию», когда всеми активами холдинга владеет одно, «головная», компания.

В России в настоящее время отсутствуют законодательные требования представлять и раскрывать отчетность по МСФО, однако российские компании, осуществившие или намеренные осуществить публичное размещение своих акций, составляют такую отчетность по собственной инициативе. Если же компания планирует проводить публичное размещение акций на зарубежных фондовых рынках, составление консолидированной отчетности по международным стандартам является необходимым требованием при выходе компании на биржу, поэтому в настоящее время большинство крупнейших российских компаний составляют отчетность по МСФО или US GAAP. Следует отметить, что с 2004 года на этапе обсуждения в Государственной Думе Российской Федерации находится проект федерального закона «О консолидированной финансовой отчетности», устанавливающий обязанность крупнейших компаний – эмитентов ценных бумаг составлять и раскрывать финансовую отчетность по МСФО[[35]](#footnote-35).

Немаловажное значение для успеха IPO имеет удачный выбор времени размещения.

При выборе времени размещения необходимо учитывать:

- факторы, зависящие от самой компании: готовность компании к IPO: завершена ли реструктуризация, преобразование эмитента в ОАО, составлена ли финансовая отчетность по IFRS или US GAAP, проведен ли аудит и др.;

- факторы, зависящие от конъюнктуры рынка: состояние самого рынка, периоды отсутствия активности на рынке, срок, когда компании нужны ожидаемые от размещения средства.

К факторам стоимости компании сточки зрения инвестора, помимо перечисленного выше, можно отнести:

- сложившийся бизнес с историей развития и четкой стратегией, уверенной позицией на рынке, узнаваемыми товарами или услугами и устойчивыми темпами роста и рентабельности;

- защищенность интересов инвестора со стороны законодательства и регулирующих органов, так и при помощи высоких стандартов корпоративного управления[[36]](#footnote-36).

У компании, планирующей IPO, должна быть четкая стратегия развития и современная, эффективная система управления. Система управления определяет возможности руководства осуществлять эффективное управление бизнесом для достижения стратегических целей, сохранения и увеличения стоимости компании в интересах акционеров. Ограничениями, которые могут помешать реализации стратегии, относятся отсутствие у персонала необходимой квалификации или недостаточная мотивация, устаревшие технологии и средства производства, высокий уровень издержек, неэффективная организация бизнес-процессов, несоответствие организационной структуры компании ее стратегическим целям, непонимание менеджерами среднего звена своих задач, дублирование функций, отсутствие ответственных лиц и процедур принятия решений по ряду вопросов и др[[37]](#footnote-37). В целях оптимизации модели управления компанией могут применяться следующие методы совершенствования управленческой системы:

- выделение непрофильных активов;

- разделение бизнес-процессов компании на стратегические, вспомогательные и основные с последующим их распределением по организационным единицам: в корпоративном центре объединяются стратегические бизнес-процессы, требующие координации на уровне группы компании (управление денежными потоками, инвестициями и инвестиционными проектами), а в центр представления услуг переносятся вспомогательные процессы, общие для всей группы (учетные функции, управление техническим обслуживанием);

- в производственных подразделениях концентрируются основные бизнес-процессы цепи создания стоимости[[38]](#footnote-38).

Дивидендная политика компании также имеет значение при определении ее рыночной стоимости. Значение дивидендной политики для повышения интереса к ее акциям со стороны инвесторов обусловлено следующим:

- дивиденды придают уверенность в финансовом благополучии компании;

- дивиденды реальны, в отличие от цифр прибыли в годовом отчете, которые могут не отражать реального положения дел, т.к. цифры прибыли могут пересматриваться задним числом;

- дивиденды позволяют получать доход от акций, не продавая их, а доход с капитала может быть реализован только при продаже акций по цене выше цены покупки;

- в определенный момент компания достигает таких размеров, когда реинвестирование прибыли в новые проекты, направленные на быстрый рост, уже неэффективно[[39]](#footnote-39).

По расчетам биржевых аналитиков, у акций, по которым выплачиваются дивиденды, рыночные показатели лучше, чем у тех, по которым дивиденды не выплачиваются: по данным аналитиков, компании – плательщики дивидендов в среднем дали за 2005 год совокупный доход 0,64 %, а неплательщики – убыток 5,01 %[[40]](#footnote-40).

**Подготовка к выпуску акций.**

На следующем этапе подготовки к IPO компания привлекает для участия в проекте консультанта, андеррайтера, аудиторов, юридических консультантов, т.е. происходит формирование команды для проведения IPO. Такая практика, принятая на Западе, в полной мере воспринята российскими компаниями при проведении как российских, так и зарубежных IPO.

Для успешной реализации проекта компании важно выбрать консультанта (андеррайтера) с серьезным опытом и репутацией, который выступит организатором IPO, оценит реалистичность планов эмитента по выпуску ценных бумаг, представит рекомендации относительно способов успешного размещения, подготовит необходимую документацию, обеспечит нужные контакты и выход на потенциальных инвесторов.

В качестве консультанта эмитента, как правило, выступает крупный инвестиционный банк, широко известный на развитых рынках. Так, при проведении размещений в 2004-2005 гг. российские компании в качестве организаторов IPO и андеррайтеров привлекали такие крупные западные банки, как Morgan Stanley, UBS Investment Bank, Credit Suisse First Boston, и др[[41]](#footnote-41). Инвестиционный банк выступает в качестве советника эмитента, а также осуществляет функции андеррайтера. Кроме того, эмитент привлекает к работе над проектом юридическую фирму с опытом в этой области и аудитора. Как правило, к аудиту отчетности эмитентов, готовящих IPO, привлекаются аудиторские компании «большой четверки» - PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernst & Young, KPMG[[42]](#footnote-42).

Предварительно проводится ознакомительная встреча всех лиц, которые входят в рабочую группу по IPO с целью установления отношений, распределения ответственности и определения временных рамок. После окончания раунда предварительных переговоров, андеррайтер составляет "письмо о намерении", являющееся формальным предложением эмитенту, и содержащем информацию о содержании предложения эмитенту, примерных сроках, параметрах и условиях предложения.

В зависимости от того, как оцениваются перспективы компании-эмитента, андеррайтер может предложить ей заключить соглашение, основанное на одном из двух типов обязательств:

- "твердое обязательство": в этом случае андеррайтер приобретает все выпускаемые эмитентом акции и берет на себя весь риск по акциям, которые не удастся продать. Этот способ предпочтительнее для эмитента и на практике используется наиболее часто;

- "все усилия": такой тип обязательств означает, что андеррайтер соглашается "приложить все усилия" или "сделать все, от него зависящее", чтобы продать акции эмитента, но вместе с тем не обязуется приобретать непроданные ценные бумаги*.*

Роль инвестиционного банка в организации публичного размещения акций обширна и включает определение целей IPO, координацию всего процесса подготовки выпуска ценных бумаг, усовершенствование корпоративной структуры компании, определение временных рамок размещения, оценку и согласование формата финансовой отчетности, обзор рынка, проведение процедуры due diligence, определение структуры размещения, предварительное позиционирование акций, подготовку эмиссионных документов и регистрацию выпуска акций, подготовку информационного меморандума, разработку финансовой модели, проведение корпоративных мероприятий, непосредственно андеррайтинг ценных бумаг (если это предусмотрено соглашением между эмитентом и инвестиционным банком), содействие в прохождении процедуры листинга на фондовой бирже, информирование инвесторов, подготовку аналитических и маркетинговых материалов, проведение так называемых «роуд-шоу», составление книги заявок, определение цены, собственно размещение и иные мероприятия.

К основным участвующим сторонам этого процесса можно отнести:

- внешние стороны: эмитент, юридический консультант эмитента, аудитор эмитента, PR-консультант, прочие консультанты - в зависимости от выбора площадки размещения;

- внутренняя команда инвестиционного банка: департамент корпоративных финансов, аналитический департамент, департамент продаж ценных бумаг, юридический департамент[[43]](#footnote-43).

Юридический консультант осуществляет составление и экспертизу проспекта ценных бумаг, составление информационного меморандума, экспертизу договорной базы и иной документации, выдачу правовых заключений, разработку принципов освещения размещения акций в СМИ, а также проводит проверку «должной добросовестности» (due diligence) корпоративных документов компании и оказывает содействие эмитенту при подготовке документов, представляемых на государственную регистрацию выпуска.

Аудитор проводит аудит финансовой отчетности, в том числе промежуточной, проводит финансовый due diligence, осуществляет выпуск письма независимого аудитора (comfort letter), проводит экспертизу и подписание проспекта ценных бумаг и информационного меморандума.

Основными видами работ, проводимых андеррайтером при подготовке размещения новой эмиссии компании на публичном биржевом рынке, являются:

- усовершенствование организационной структуры компании, которая намеревается стать публичной;

- оказание содействия руководству компании в разработке инвестиционного меморандума и проспекта эмиссии;

- консультации по выбору подходящего времени осуществления предложения, определению объема эмиссии и доли свободного размещения, а также - цены за акцию;

- координация, организация и проведение так называемого «роуд- шоу»;

- организация и проведение процедуры IPO на фондовой бирже;

- поддержка ликвидности акций компании на вторичном рынке.

После завершения всех формальных процедур, связанных с определением порядка и содержания работы команды, компания приступает к процедуре due diligence - проверке «должной добросовестности», т.е. тщательному изучению всех сведений о компании и ее корпоративных документов, при этом выявленные факты и обстоятельства впоследствии будут включены в "comfort letter" аудиторов и юридических консультантов, направляемых андеррайтеру. Результаты due diligence помогают удостовериться в том, что в этих документах полностью и правдиво раскрывается информация о компании.

Процедура due diligence включает:

- составление опросных листов;

- анкетирование менеджеров компании;

- анализ финансово-хозяйственной деятельности компании.

По результатам due diligence проводится итоговая встреча, фиксирующая результаты проверки и определяющая состояние компании и условия, влияющие на планируемое IPO.

До принятия окончательного решения об условиях и параметрах предстоящего IPO, необходимо определить порядок установления цен на акции, которые будут предлагаться инвесторам при размещении. При определении цены размещения акций используются следующие методы:

- метод фиксированных цен;

- метод "формирования портфеля" или "сбора заявок";

- аукцион.

В целом процесс установления цен на акции при IPO состоит из трех этапов:

- на первом этапе компания и андеррайтер договариваются о ценовом диапазоне, в пределах которого будет установлена цена на акции IPO;

- на втором этапе, накануне размещения акций, компания и андеррайтер устанавливают окончательную цену предложения - это цена будет являться ценой размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов;

- третий этап начинается с открытия торговли акциями фирмы на фондовом рынке - с этого момента цена на акции устанавливается рынком[[44]](#footnote-44).

Если цена размещения акций, определенная накануне первичного размещения на основании поступивших заявок инвесторов, близка к верхнему пределу ранее определенного ценового диапазона, можно говорить об успешности IPO. Рыночная цена акций, устанавливаемая по итогам торгов в первый день после начала размещения, может отклоняться от цены первичного размещения как в сторону повышения, так и в сторону понижения. Как правило, частью соглашения эмитента с андеррайтером является обязательство андеррайтера обеспечивать ликвидность и торговли акциями компании, а также осуществлять ценовую стабилизацию в первые двадцать дней торговли акциями на открытом рынке. Такая стабилизация рассматривается как определенная гарантия против потерь инвесторов, получивших акции при IPO. Примеры изменения цен на акции российских эмитентов, проводивших IPO, по итогам первого дня торгов после размещения, приводятся в Таблице 2.

**Таблица 2: Примеры изменения цен на акции российских эмитентов, проводивших IPO.[[45]](#footnote-45)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Компания-эмитент** | **Торговая площадка** | **Цена размещения акции на момент IPO** | **Изменение цены акций по итогам первого дня начала торгов** |
| 1. | МТС | NYSE | $21,5 за ADS | 4% |
| 2. | Вимм-Билль-Данн Продукты Питания | NYSE | $19,5 за ADS | 13% |
| 3. | РБК Информационные Системы | ММВБ и РТС | $0,83 за акцию | - 7.58% |
| 4. | Аптечная сеть 36,6 | ММВБ | $9 за акцию | 5,6 % |
| 5. | Стальная группа Мечел | NYSE | $21 за ADS | - 2,38%, |
| 6. | Концерн «Иркут» | ММВБ и РТС | $0,62 за акцию | 17.07% |
| 7. | Концерн «Калина» | ММВБ и РТС | $ 19,1 за акцию | 6.84% |
| 8. | АФК «Система» | LSE  (GDR) | $17 за GDR | 5,5% |
| 9. | НоваТЭК | LSE  (GDR) | $16,75 за GDR | 13% |
| 10. | Pyaterochka Holding | LSE  (GDR) | $13 за GDR | - 7% |
| 11. | Evraz Group | LSE  (GDR) | $14,5 за GDR | - 1% |
| 12. | Amtel-Vredestein | LSE  (GDR) | $11 за GDR | -1,3 % |
| 13. | ЭКЗ «Лебедянский» | ММВБ и РТС | $37,23 за акцию | 4,75 % |
| 14. | Urals Energy | AIM / LSE | 2.4 фунта ($4,4) за акцию | 3,3% |
| 15. | Rambler Media | AIM / LSE | $10,25  за акцию | 5,9% |

Согласно российской процедуре эмиссии, после определения параметров и условий выпуска согласованное участниками проекта решение должно быть рассмотрено на заседании совета директоров компании, если размещение акций нового выпуска осуществляется в пределах, не превышающих 25 % ранее размещенных акций, либо на общем собрании акционеров компании, если количество новых акций составляет более 25 % ранее выпущенных акций. Заседание совета директоров или общее собрание акционеров для принятия решения о размещении акций проводится за 6 месяцев до планируемой даты регистрации выпуска акций. Процедура проведения такого собрания регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах» и предусматривает принятие решения о размещении, которое впоследствии будет основанием для подготовки документов, оформляющих выпуск акций и представляемых для государственной регистрации в регистрирующий орган[[46]](#footnote-46).

После принятия решения о размещении акций, компания, если ранее она не была публичной, обязана раскрывать информацию о своих существенных действиях и решениях в средствах массовой информации. Таким образом, процесс эмиссии будет освещен, а информация о выпуске будет доступна для широкого круга инвесторов.

Для проведения эмиссии акций компания готовит пакет документов, представляемых заинтересованным инвесторам, а также в регистрирующий орган.

Согласно российской процедуре эмиссии, урегулированной Стандартами эмиссии ценных бумаг[[47]](#footnote-47), основными документами компаний по новому выпуску акций являются Решение о выпуске и Проспект ценных бумаг.

Решение о выпуске содержит основную информацию о размещаемых акциях и компании – эмитенте, и является основным документом, представляемым для регистрации выпуска в ФСФР.

Проспект ценных бумаг – документ, помимо информации о выпуске, содержащий широкий круг финансово-экономической информации, аналитических данных об эмитенте, эго деятельности, о рисках, принимаемых на себя инвесторами, а также иные сведения, которые позволяют инвесторам делать выводы о перспективах приобретения предлагаемых широкой публике бумаг. Ранее, согласно российскому законодательству, проспект ценных бумаг компании, проводящей публичное размещение, в обязательном порядке должен был подписываться финансовым консультантом, имеющим лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. В настоящее время требование об обязательном подписании проспекта финансовым консультантом отменено, и эмитент может по собственному усмотрению привлечь финансового консультанта (в роли которого, как правило, выступает инвестиционный банк-андеррайтер). Подписание проспекта ценных бумаг финансовым консультантом имеет значения с точки зрения формирования доверия инвесторов к компании, т.к. в случае причинения инвесторам убытков из-за недобросовестности эмитента в процессе эмиссии солидарную с ним ответственность будет нести финансовый консультант.

Подготовка проспекта ценных бумаг осуществляется силами команды по IPO: самого эмитента, инвестиционного банка в качестве консультанта, юридического консультанта.

Разработка проспекта ценных бумаг занимает значительный период времени. Так, еще на стадии подготовки к проведению IPO, составляется предварительный проспект (инвестиционный меморандум), который является основным маркетинговым инструментом и содержит всю необходимую инвесторам информацию о компании.

На практике компании, проводившие IPO на российских площадках, столкнулись со следующей ситуацией: помимо официального проспекта ценных бумаг, направляемого в органы государственной регистрации согласно требованиям законодательства, компании-эмитенты также готовили отдельный комплект документов в соответствии с требованиями зарубежной практики для распространения среди инвесторов, западных банков и иных заинтересованных лиц. Таким образом, первый комплект документов составлялся в полном соответствии с требованиями федеральных законов и нормативных актов ФСФР России, готовился и направлялся в соответствующие инстанции для прохождения процедуры государственной регистрации. Второй комплект документов составлялся на русском и английском языках готовился в соответствии с требованиями зарубежной практики и в форме неофициального документа распространялся в средствах массовой информации, а также направлялся потенциальным инвесторам. Эти документы могли не совпадать целиком как по форме, так и по существу.

Компании, планирующие проводить IPO на зарубежных площадках, готовят документы для регистрации и распространения среди инвесторов в соответствии с требованиями законодательства страны размещения и соответствующими правилами зарубежных бирж. Так, для размещения депозитарных расписок на акции российской компании на американской бирже NYSE эмитент должен заполнить регистрационные формы Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC), а также представить проспект ценных бумаг, составленный согласно требованиям комиссии и биржи. Как правило, проспект ценных бумаг, размещаемых на NYSE, включает финансовую отчетность за последние пять лет, описание целевого рынка компании, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и пр. Предварительная версия проспекта печатается и подается для проверки в SEC, а также рассылается институциональным инвесторам.

В западной практике после составления предварительного проспекта ценных бумаг компания начинает так называемое «роуд-шоу» - road show, которое предполагает организацию собраний инвесторов в различных городах и проведение презентации компании крупным инвесторам (фондам, страховым компаниям, банкам, физическим лицам). Целью данного мероприятия является убедить потенциальных инвесторов купить акции компании. Продолжительность «роуд-шоу» составляет три-четыре недели и представляет собой важную часть подготовки выхода компании на фондовый рынок. По мере проведения «роуд-шоу» андеррайтеры начинают формировать книгу заявок от потенциальных инвесторов, которые впоследствии лягут в основу определения окончательной цены на акции при IPO. По окончании «роуд-шоу» компания и инвестиционный банк – андеррайтер согласовывают окончательный объем выпуска и цену акций - «цену предложения». После согласования окончательной стоимости предложения и размера эмиссии, составляется окончательная версия проспекта ценных бумаг.

Российская практика постепенно воспринимает и внедряет в отечественные процедуры эмиссии зарубежный опыт, однако формальная процедура подготовки документов и регистрации в ФСФР отличается от западной. При проведении российской эмиссии проспект ценных бумаг составляется по форме и в порядке, предусмотренном Стандартами эмиссии и Положением о раскрытии информации на рынке ценных бумаг[[48]](#footnote-48). Решение о выпуске и проспект ценных бумаг, перед подачей в регистрирующий орган, утверждаются на заседании совета директоров компании. Информация об этом также раскрывается в средствах массовой информации.[[49]](#footnote-49)

**Регистрация выпуска и проспекта ценных бумаг.**

Компания, планирующая проведение IPO на российском фондовом рынке, должна зарегистрировать выпуск акций в регистрирующем органе – ФСФР России. Срок регистрации выпуска, после подачи всех необходимых документов, составляет не менее месяца. Российское законодательство запрещает совершение сделок с акциями, не прошедшими государственную регистрацию, поэтому размещение акций – заключение договоров купли-продажи с инвесторами – осуществляется лишь по окончании процедуры государственной регистрации выпуска.

В американской практике период, когда регистрационные документы составлены и поданы в Комиссию по ценным бумагам, называется периодом "ожидания" - waiting period, или "охлаждения" - cooling off. В течение этого периода андеррайтеры и компания не имеют право предпринимать никаких действий, направленных на продажу акций компании - эмитента. Процесс распределения и продажи акций начнется только после объявленной даты IPO. Рекламные объявления о предстоящей продаже акций при IPO называются "погребальными объявлениями" - tombstone ads. Такие объявления разрешается размещать в средствах массовой информации с целью информирования потенциальных инвесторов о готовящемся публичном размещении. Согласно американскому законодательству, "погребальные объявления" могут публиковаться только после того, как регистрационные документы были поданы в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам для регистрации выпуска[[50]](#footnote-50).

Российская практика отличается от американской: в России требование о соблюдении моратория на сделки с ценными бумагами (waiting period) законодательством не регулируется. В России порядок раскрытия информации при проведении эмиссии регламентируется нормативными актами ФСФР и предусматривает публикацию сообщений в интерактивной ленте новостей, а также на информационном веб-сайте эмитента и в печатных средствах массовой информации. Собственно обращение акций на бирже в России осуществляется после государственной регистрации отчета об итогах выпуска, которая занимает период от двух недель. При проведении биржевого IPO акций в России проводятся не торги акциями, а их размещение в виде аукциона по сбору заявок, которые удовлетворяются эмитентом или не удовлетворяются им. По удовлетворенным эмитентом заявкам и по его поручению регистратор списывает по передаточному распоряжению с эмиссионного счета акции в реестре на лицевые счета их приобретателей или на счета номинальных держателей, клиенты которых выиграли по заявкам и изъявили желание о зачислении акций на счет номинального держателя. Однако до регистрации отчета сделок с акциями (их обращение) происходить не может.

Следует отметить, что указанная практика проведения биржевого IPO в России в ближайшее время претерпит существенные изменения и в большей степени приблизится к западной практике в связи с внесением изменений в законодательство – Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Стандарты эмиссии, положение о раскрытии информации, направленные на совершенствование процедуры IPO в России.[[51]](#footnote-51). Так, новые правила предусматривают возможность регистрации отчета об итогах выпуска биржей, на которой проводится размещение, с последующим представлением в ФСФР уведомления об итогах выпуска, что позволит значительно сократить срок от даты регистрации выпуска акций до даты их вторичного обращения на фондовом рынке.

## **2.6. Размещение акций на фондовом рынке.**

Согласно российскому законодательству, размещение ценных бумаг начинается через две недели после раскрытия информации о регистрации выпуска ценных бумаг с тем, чтобы все заинтересованные инвесторы получили доступ к информации о ценных бумагах и могли воспользоваться предложением по их приобретению. Период размещения определяет заранее в документах по выпуску ценных бумаг, однако не может быть более года со дня утверждения советом директоров компании решения о выпуске ценных бумаг.

Федеральный закон «Об акционерных обществах» предусматривает преимущественное право акционеров приобрести акции нового выпуска до их предложения иным инвесторам. По общему правилу срок, в течение которого акционеры могут реализовать свое право, составляет 45 дней, однако такое положение вещей создавало существенные трудности при проведении публичных эмиссии – срок размещения необоснованно затягивался и эмитент сталкивался с трудностью определения справедливой цены предложения акций по завершении осуществления акционерами преимущественного права. Изменения, недавно внесенные в законодательство, позволили упростить процедуру первичного размещения: теперь в случае, если эмитент размещает выпуск через фондовую биржу или с привлечением брокера, применяется сокращенный срок преимущественного права – 20 дней[[52]](#footnote-52). После завершения приобретения акций действующими акционерами, акции могут быть предложены иным инвесторам.

Акции должны размещаться по их рыночной цене, при этом для акционеров- владельцев голосующих акций компании, осуществляющих преимущественно право приобретения ценных бумаг, цена размещения может быть установлена на 10 % ниже по сравнению с ценой размещения для остальных приобретателей.

Объявление эмитента об открытой подписке на акции является публичной офертой – предложением эмитента к неограниченному кругу лиц о приобретении акций нового выпуска. Лица, пожелавшие приобрести акции, в течение срока размещения направляют свои заявки андеррайтеру эмитента.

В начале 2006 г. в утвержденный ФСФР порядок включения ценных бумаг в котировальные листы бирж[[53]](#footnote-53), были внесены изменения: специально для целей первоначальных публичных эмиссий был введен котировальный список "В", в который включаются акции эмитентов, впервые размещающих акции путем открытой подписки, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу. Включение акций в котировальный список "В" осуществляется на срок, не превышающий 3 месяцев с даты окончания размещения акций на фондовой бирже. По истечении указанного срока акции должны быть переведены в другой котировальный список (в список ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга) при условии соответствия акций и эмитента требованиям, предъявляемым для включения акций в соответствующий котировальный список (для допуска ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга).

Положением о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным ФКЦБ, а также внутренними документами фондовых бирж (правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг) определяются конкретные требования к эмитентам для допуска их ценных бумаг к обращению через фондовую биржу, а также правила и процедуры листинга и делистинга ценных бумаг.

Ведущими организаторами торговли в России являются фондовые биржи ММВБ и РТС, на которых проводились размещения IPO российских компаний.

По окончании размещения, по общему правилу, в срок не позднее 30 дней эмитент представляет в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска ценных бумаг, который рассматривается и регистрируется ФСФР в течение еще 14 дней. Однако в соответствии с новой редакцией Стандартов эмиссии, вместо представления на государственную регистрацию отчета об итогах выпуска, эмитент представляет уведомление об итогах выпуска, а собственно итоги размещения регистрирует биржа. Это возможно в том случае, когда размещение осуществляется посредством фондовой биржи, услуги по размещению ценных бумаг оказываются андеррайтером (имеющим лицензию брокера), размещение осуществляется путем открытой подписки, и одновременно осуществляется листинг ценных бумаг – внесение их в котировальный список «В». Такое нововведение позволяет в максимально короткие сроки начать вторичное обращение размещенных акций, т.к. до регистрации отчета об итогах выпуска (уведомления ФСФР) совершение сделок с ценными бумагами запрещено действующим российским законодательством[[54]](#footnote-54).

Зарубежные правила размещения акций через фондовую биржу отличаются от российских, учитывая, что российские эмитенты размещают за рубежом расписки на акции, и определяются законодательством страны, где проводится размещение, а также требованиями соответствующих фондовых бирж. Так, американская процедура не предусматривает регистрации в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам отчета об итогах выпуска ценных бумаг, поэтому их вторичное обращение может осуществляться непосредственно после даты IPO.

Выход компании на фондовый рынок дает ей широкие возможности по привлечению финансовых средств, получению рыночной оценки компании, повышению ее престижа, расширению бизнеса и спектра деловых связей.

Издержки, которые при этом понесет эмитент, зависят от объема IPO, места размещения, инвестиционного банка, привлеченного к организации выпуска, и иных индивидуальных факторов. При этом расходы на IPO составляют значительную сумму и включают:

- комиссионное вознаграждение, выплачиваемое андеррайтеру: как правило 5-7 % от суммы размещенных средств;

- расходы на государственную регистрацию: пошлины, сборы и иные платежи;

- инфраструктурные сборы: плата депозитарию, фондовой бирже, платежному агенту (зависит от площадки размещения);

- расходы на вознаграждение юридическому и иным консультантам, осуществляющим помощь эмитенту в процессе IPO;

- прочие расходы: на информационные услуги, подготовку материалов, организацию встреч с эмитентами, почтовые расходы на рассылку материалов и т.п.

После проведения IPO компания, ранее не имевшая публичного статуса, приобретает таковой, в связи с чем у компании появляется ряд обязанностей, которые она будет выполнять.

Согласно российскому законодательству, компания, осуществившая публичный выпуск ценных бумаг и зарегистрировавшая их проспект, обязана публиковать ежеквартальные отчеты о своей финансово-хозяйственной деятельности на информационном веб-сайте эмитента, а также раскрывать в средствах массовой информации сообщения о существенных событиях, влияющих на деятельность компании и стоимость ее ценных бумаг, включая сведения о решениях, принятых органами управления, об изменении финансового положения компании, об изменениях в составе акционеров и др.

Публичный статус компании предполагает ее ответственность перед акционерами, инвесторами, социальную ответственность, в связи с чем компания привлекает к себе пристальное внимание средств массовой информации и контролирующих органов. Отныне ее деятельность должна соответствовать наиболее высоким стандартам корпоративного управления, компания не должна допускать нарушений законодательства, обязана вести активную работу по информированию инвесторов и акционеров.

Компания, которая провела размещение ценных бумаг за рубежом, подвержена также контролю со стороны регулятора фондового рынка, на котором проводилось IPO, сообщества инвесторов, и должна соответствовать заявленному статусу, поддерживать свой имидж. Так, согласно правилам, действующим в США, компания, которая провела размещение на американских площадках, обязана раскрывать информацию согласно требованиям SEC, включая требования, направленные на запрет использования инсайдерской информации, манипулирования ценами и др. В этом случае отчетность и ответственность менеджеров и акционеров компании является более высокой, чем в случае размещения акций лишь на отечественных площадках.

# Глава 3. Опыт российских эмитентов по проведению IPO.

## **3.1. Требования зарубежных фондовых бирж к компаниям, проводящим IPO.**

Российские компании активно используют зарубежные фондовые биржи для размещения своих акций в рамках IPO как возможность привлечь широкий круг инвесторов и получить максимальную оценку стоимости компании.

В структуре мировых рынков капитала, как правило, выделяют два типа фондовых бирж: глобальные и региональные.

Глобальные биржи – это биржи, которые характеризуются самой высокой капитализацией, значительными объемами торгов и наибольшей ликвидностью. На таких биржах обращаются ценные бумаги и производные инструменты наиболее известных и крупных компаний, в том числе депозитарные расписки иностранных организаций. Примером таких площадок могут служить Нью-Йоркская (NYSE), Лондонская (LSE) и Токийская (TSE) фондовые биржи. На статус глобальной претендует также американская электронная биржа NASDAQ[[55]](#footnote-55).

Региональные биржи – это биржи, обслуживающие определенный регион и специализирующиеся на ограниченном количестве продуктов, рынков и инвесторов. Клиентами таких площадок являются как региональные, так и иностранные инвесторы. В качестве примера можно привести Франкфуртскую фондовую биржу. Среди иных региональных торговых площадок в будущем интерес для российских эмитентов могут представлять фондовая биржа Люксембурга, Венская фондовая биржа, единая биржа балтийского региона OMX, объединяющая в единую систему торговые площадки Стокгольма, Копенгагена, Хельсинки, Вильнюса, Риги и Таллинна.

Российские компании проводят размещения преимущественно на Лондонской и Нью-йоркской биржах[[56]](#footnote-56). Наиболее престижной считается NYSE, т.к. американские инвесторы стремятся покупать ценные бумаги тех компаний, которые прошли листинг в США, и кроме того, на американских рынках значительную роль играют не только институциональные, но и розничные инвесторы, которые обеспечивают дополнительные инвестиционные ресурсы.

Несмотря на то, что в настоящее время практика проведения IPO активно развивается, в различных странах сложились разные модели инвестиций и традиции построения финансовых систем. Так, в англосаксонских странах (США, Великобритания, Канада), ориентированных на фондовый рынок как источник инвестиций, осуществляется основная часть IPO, причем на эти рынки стремятся и эмитенты других стран. Развивающиеся страны проявляют активность на рынке IPO – некоторые отрасли таких стран, как КНР, Южная Корея и др., компании привлекли суммы, сопоставимые с компаниями США и Канады – см. Таблицу 3.[[57]](#footnote-57)

**Таблица 3: Объем привлеченных средств при IPO компаниями развивающихся стран и компаниями США.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Компании развивающихся стран** | **Компании США** |
| Объем привлеченных средств, млрд.$ | 6 | 11 |
| Суммарная капитализация компаний, млрд.$ | 47 | 34 |

Что привлекает эмитентов, принимающих решение о выходе на международные фондовые рынки? Ограничения внутрироссийского листинга, которые влияют на решение эмитента при выборе места проведения IPO, включают высокий уровень расходов на операции с ценными бумагами, отсутствие центрального депозитария акций и достаточно капитализированной системы расчетов, недостаточную ликвидность, отсутствие долгосрочных инвесторов, недостаточный уровень спроса для масштабных сделок и др.

Для компаний из России либо компаний иностранной юрисдикции, но с российскими активами, существует выбор: листинг в США на NYSE - крупнейшем в мире и самым известным фондовым рынке, на NASDAQ – площадке, изначально рассматривавшейся как площадка для информационно-технологических компаний, однако в настоящее время представляющей собой крупный и привлекательный для эмитентов и инвесторов рынок, либо на LSE (включая 3 варианта листинга: первичный листинг акций на Основном рынке LSE, специальный листинг депозитарных расписок DR - ценных бумаг, представляющих акции, - на Основном рынке LSE, первичный листинг акций на Альтернативном инвестиционном рынке - AIM). Для российских эмитентов возможен также листинг в Европе на региональной бирже (Deutsche Borse, или SWX) или через комплексную площадку, предлагаемую Euronext (объединяет торговые площадки Парижа, Брюсселя, Лиссабона и Амстердама). Однако в сравнении с Лондонской биржей европейские рынки являются более региональными, менее нацеленными на международное сообщение, а также менее ликвидными.

Такие российские эмитенты как АФК «Система», Лукойл, Газпром, Татнефть, Эфес, Уралмаш-Ижора, Highland Gold, Celtic resources, Peter Hambro, Trans-Siberian Gold выбрали для размещения своих ценных бумаг LSE, на континентальных европейских площадках провели размещение EPH (SWX), Sun Interbrew (Luxembourg), а на NYSE торгуются ценные бумаги компаний Татнефть, МТС, Ростелеком, ВымпелКом, Вимм-Билль-Дан, Мечел.Сравнительный анализ особенностей размещения акций на зарубежных биржах – см. Таблицу 4. [[58]](#footnote-58)

**Таблица 4: Сравнительный анализ особенностей размещения акций на зарубежных биржах.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **LSE** | **Континентальная Европа** | **NYSE** |
| **Плюсы** | 1) обширный и ликвидный рынок;  2) привлечение широкого круга инвесторов, готовых вкладывать в развивающиеся рынки;  3) возможность доступа к американским фондам (QIB) через правило 144А;  4) удобная для России временная зона;  5) наличие нескольких вариантов листинга (полный листинг, GDR, AIM);  6) более гибкие, чем в США, нормативные требования. | 1) возможность доступа к широкому кругу европейских инвесторов;  2) возможность провести листинг в одной стране и торговать через интегрированную площадку (Euronext);  3) Euronext – крупнейший рынок акций в Европе по величине книги заказов;  4) гибкие нормативные требования, возможность выбора площадки. | 1) крупнейший в мире фондовый рынок;  2) масштабная база инвесторов: доступ к розничным инвесторам и неквалифицированным институциональным инвесторам, которые не имеют права приобретать акции компаний, не зарегистрированные SEC;  3) высокая ликвидность;  4) единые требования регистрации;  5) престиж;  6) единая система торгов: централизованная книга заказов и аукционный рынок. |
| **Минусы** | 1) различные методы торгов могут быть недостаточно понятными  (SETS/SEAQ/IOB);  2) налог на фондовые операции (0,5%);  3) не имеет доступа к розничным и не-QIB инвесторам в США. | 1) рынок менее ликвиден, чем в США или Лондоне;  2) рынки менее нацелены на международное сообщество;  3) некоторые инвесторы не имеют систем для торговли на европейских биржах. | 1) предназначена исключительно для крупных компаний (NYSE), с рыночной капитализацией более 750 млн. долл.;  2) жесткие требования к листингу;  3) самый высокий стандарт бух.отчетности – US GAAP;  4) единственный механизм листинга (ADR). |

**New-York Stock Exchange (NYSE)** – считается наиболее престижной национальной биржей США, крупнейшим и «самым глобальным» рынком акций в мире. На NYSE зарегистрировано более 3000 самых известных в мире компаний, общая капитализация рынка составляет 19.5 трлн.$ , a общая капитализация иностранных компаний на NYSE составляет 6.9 трлн.$. Биржа NYSE – лидер в области листинга иностранных (неамериканских) компаний: более 90% всех иностранных компаний, параметры которых позволяют выйти на биржи США, проводят листинг на NYSE. В настоящее время на Нью-Йоркской фондовой бирже размещены Американские депозитарные расписки (ADR) следующих российских компаний: «Вымпелком», МТС, «Вимм-Билль-Данн», «Мечел».

Первая российская компания металлургической отрасли, осуществившая листинг на NYSE, стальная группа «Мечел», в результате IPO, проведённого в октябре 2004 г., выручила 291 млн. $ США. При проведении IPO было реализовано 10% акций компании, при этом цена продажи была близка к верхней границе ценового интервала предложения.

Однако биржа NYSE имеет самые строгие в мире критерии листинга. Листинг на NYSE говорит об уровне прозрачности компании, уровне корпоративного управления, о масштабах деятельности и общем инвестиционном качестве компании.

Листинг на NYSE привлекателен для российских компаний по следующим причинам:

1) увеличение доли американских акционеров. Так, большинство институциональных инвесторов и частных инвесторов в США готовы вкладывать средства только в акции, зарегистрированные в SEC и эмитенты которых прошли листинг на американской бирже;

2) повышение показателей оценки компании. Высокий процент американских акционеров компании, наличие у компании отчётности по US GAAP привлекают внимание инвестиционного сообщества США к таким компаниям, что повышает оценку стоимости компании;

3) повышение уровня доверия к компании. Для многих инвесторов листинг на NYSE повышает уровень доверия к компании и позиционирует её как лидера в соответствующей отрасли;

4) повышение известности компании. Биржа NYSE предоставляет компаниям-эмитентам возможности по распространению информации о них бизнес-сообществу США через торговый зал NYSE, интернет-сайт NYSE и иные каналы, включая СМИ США;

5) опережающие темпы роста стоимости акций. Иностранные компании, выпускающие акции на NYSE, показывают более высокий темп роста стоимости акций, чем аналогичные компании, выпускающие акции на внутренних биржах собственной страны;

6) рост капитализации компании. Иностранные компании, акции которых прошли листинг на NYSE, имеют более высокую капитализацию по сравнению с аналогичными компаниями из этих же стран, акции которых обращаются только на внутренних биржах этих стран;

7) повышение известности. Компании, осуществляющие листинг на NYSE, существенно повышают свою известность в деловых кругах, растёт количество аналитиков, отслеживающих показатели этих компаний, а стоимость привлечения финансирования путём выпуска новых акций для таких компаний снижается.

**Электронная биржа NASDAQ** – крупнейшая электронная торговая площадка в мире, которая традиционно считается биржей для сектора высоких технологий и телекоммуникаций. Однако в настоящее время это не совсем соответствует действительности: 28 процентов компаний, прошедших листинг, принадлежит к сфере информационных технологий, почти 40 процентов – финансовой и здравоохранения, и менее 1 процента – телекоммуникационной. В целом на бирже зарегистрировано более 5 тысяч компаний, в том числе и российские. Разместить акции на NASDAQ легче, чем на NYSE, так как на этой бирже требования к капитализации и количеству акций, оборотам и выручке значительно ниже, чем на NYSE. Одним из преимуществ NASDAQ по сравнению с NYSE является то, что это электронная торговая площадка, на которой можно осуществлять трансакции на 30 процентов быстрее, чем на других глобальных биржах, в связи с чем инвесторы подвергаются меньшему риску изменения цены.

NASDAQ в последнее время превосходит NYSE по количеству IPO. Например, в 2003 году на нее пришлось 70 процентов всех первичных размещений в США.

Биржа состоит из двух уровней:

- NASDAQ National Market System – для более крупных и имеющих определенную репутацию эмитентов. На этом уровне представлены акции многих известных компаний технологического сектора, например, Microsoft, Cisco Systems, Oracle и др.

- NASDAQ Small Cap Market. Эта система предназначена для менее крупных и известных компаний.

Кроме того, в системе NASD (National Association of Securities Dealers – СРО, которая контролирует NASDAQ) действуют еще две электронные системы. Доступ к ним открыт только для профессионалов фондового рынка:

- OTC BB (Over-the-counter Bulletin Board). Эта электронная система связывает брокеров-дилеров, торгующих через нее акциями небольших и малоизвестных компаний. На OTC BB представлены ценные бумаги национальных, региональных и иностранных эмитентов. Для эмитентов система привлекательна тем, что на ней обращаются ADR первого уровня, по которым не требуется раскрытия информации. Эти расписки не должны соответствовать стандартам биржи и стандартам SEC. Например, требованиям по корпоративному управлению, размеру компании, количеству акций, количеству акций в свободном обращении на бирже и т. п. С другой стороны, если компания выпускает ADR первого уровня, она привлекает к себе внимание аналитиков, ее начинают узнавать в инвестиционных кругах. То есть ADR первого уровня для многих организаций – первый шаг, за которым может последовать выпуск ADR второго уровня (листинг на бирже) и ADR третьего уровня (IPO и привлечение капитала);

- PORTAL – электронная система торговли ценными бумагами категории Rule 144A и Regulation S американских и иностранных эмитентов. PORTAL работает в режиме реального времени[[59]](#footnote-59).

Летом 2004 года NASDAQ создала подразделение по работе в России и странах СНГ. В России NASDAQ планирует привлекать топливно-энергетические, технологические и телекоммуникационные компании. В первую очередь биржу интересуют те организации, которые экспортируют или потенциально могут экспортировать свою продукцию в США.

Следует отметить, что в середине марта 2005 года американская фондовая биржа NASDAQ совместно с Московской межбанковской валютной биржей (ММВБ) и фондовой биржей РТС подписали соглашение о сотрудничестве, которое предусматривает взаимодействие по общим вопросам, обмен информацией и совместные маркетинговые мероприятия и ставит вопрос о подготовке к массовому проведению IPO российскими компаниями.

Преимущества NASDAQ:

1) по данным Комиссии по ценным бумагам и биржам, у NASDAQ самая высокая скорость проведения сделок, минимальные спреды и лучшие предложения для инвесторов;

2) NASDAQ оказывает содействие при первичном размещении и помогает компании привлечь и сохранить инвесторов в долгосрочной перспективе;

3) у NASDAQ лучшие показатели эффективности затрат по сравнению другими торговыми площадками;

4) рыночная структура NASDAQ обеспечивает большую поддержку и более эффективную платформу для торговли;

5) высокая скорость торгов, которая обеспечивает инвесторам лучшие цены, лучшее качество исполнения торгов, больший объём информации о компании;

6) цены на размещение акций на NASDAQ существенно ниже чем на NYSE, в независимости от их количества.

Ориентировочная общая стоимость размещения акций в США – около 1-2 % от объема выпуска.[[60]](#footnote-60)

Следует отметить, что на американских рынках действуют наиболее высокие требования к прозрачности компании, соблюдению законодательства о ценных бумагах, отчетности перед инвесторам, корпоративному управлению. Требования к процедуре выпуска ценных бумаг в США, определенные Законом о ценных бумагах 1933 года и Законом о фондовых биржах 1934 года, были существенно ужесточены в связи с принятием в 2002 году Акта Сарбейнс-Оксли, установившего жесткие требования к компаниям, их публичной финансовой отчетности, отчетности о совершении сделок с акциями и запрету на инсайдерскую торговлю. Принятие данного акта в связи с нашумевшими корпоративными скандалами в США, спровоцировало некоторое снижение интереса иностранных эмитентов к размещению расписок на акции на американских фондовых биржах из-за жестких правил и требований, и, в частности, переместило активность размещений российских эмитентов на английскую торговую площадку – Лондонскую фондовую биржу.

**Лондонская фондовая биржа (LSЕ) -** эта биржа является крупнейшей в Европе, на LSE размещены акции почти трех тысяч компаний.

Лондонская фондовая биржа ведет свою историю с конца XVII в., когда в лондонских кофейнях дилеры начали выставлять котировки сырьевых товаров и торговать ими. Сегодня на бирже торгуются акции более 2800 британских и иностранных компаний, облигации, производные инструменты.

LSЕ состоит из двух отделений: Основная биржа (The Main Market) и Секция альтернативных инвестиций (AIM).

The Main Market – это наиболее престижная площадка Европы для крупных и известных компаний. Всего на ней котируются ценные бумаги свыше 1800 организаций. Традиционно иностранные компании размещают в Лондоне Глобальные депозитарные расписки (GDR). А с 1998 года на Основной бирже появились первые Европейские депозитарные расписки (EDR). ADR теперь также могут котироваться на LSЕ. Для того чтобы они были допущены к листингу, компания должна выполнить следующие условия:

- иметь финансовые отчеты по МСФО или GAAP за последние три года, проверенные аудиторами;

- назначить инвестиционный банк;

- не менее 25 процентов ADR должно находиться в руках независимых лиц (в публичном обращении);

- минимальная сумма выпуска расписок – 700 миллионов фунтов стерлингов (около 1,4 млрд долларов США).

На LSЕ GDR разместили такие крупные российские компании, как «Лукойл», АФК «Система», НоваТЭК, Новолипецкий металлургический комбинат, Pyaterochka Holding, Evraz Group и др. В 2004 году объем торгов по российским ценным бумагам вырос за год на 76 процентов и составил 59 процентов от торгов по всем иностранным бумагам.

Секция альтернативных инвестиций (AIM) предназначена для небольших быстро растущих компаний. На ней представлены акции более тысячи эмитентов. Условия для прохождения листинга на AIM довольно гибкие. В частности, не существует обязательных требований к минимальному размеру организации или количеству акций в публичном обращении. Компания должна выбрать официального консультанта из специального списка. Он проведет due diligence (полный анализ деятельности) организации и определит, способна ли она пройти листинг на AIM. Затем компания должна подготовить заявление директоров о том, что у нее достаточно оборотного капитала для 12 месяцев работы, а также Admission document (Документ о допуске на биржу, который заменяет проспект компании). На AIM разместились Urals Energy, Rambler Media, International Marketing&Sales Group, Zirax Plc (Глобал-Каустик).

Однако «нашествие» на LSE компаний из развивающихся стран настораживает британских инвесторов, поэтому в ближайшем будущем LSE намерена ввести для сырьевых компаний новые требования при проведении IPO. Сейчас на LSE торгуются акции более 330 иностранных компаний, большинство из которых – компании Китая, Казахстана, Украины и России[[61]](#footnote-61).

При размещении на LSE можно использовать несколько вариантов листинга:

- для российских эмитентов и котируемых компаний – эмиссия GDR или полный листинг;

- для иностранных компаний с российскими активами – полный листинг: Основной рынок или AIM.

LSE завоевывает популярность у российских компаний благодаря гибкой нормативной базе, а также тому, что значительная часть инвесторов в акции развивающихся рынков находится в Лондоне. Лондон – основной центр торговли депозитарными расписками (включая расписки с листингом в Нью-Йорке), при этом доступ американских инвесторов возможен через механизм 144А. Сравнительный анализ вариантов листинга на LSE – см. Таблицу 5.

**Таблица 5: Сравнительный анализ вариантов листинга на LSE.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Полный листинг** | **GDR** | **AIM** |
| Преимущества | 1) наиболее высокий профиль компании и сделки;  2) ликвидность;  3) более широкий круг инвесторов и теоретическая возможность доступа к розничным инвесторам;  4) процесс регистрации Листинговым агентством Великобритании (UKLA) обеспечивает инвесторам большую уверенность;  5) возможность включения в индекс FTSE. | 1) специально созданный рынок ценных бумаг, торговлю которыми осуществляют профессионалы;  2) менее жесткие требования к листингу и раскрытию информации, чем при листинге акций;  3) ограниченные требования к компании после листинга;  4) ускоренный темп по сравнению с листингом акций;  5) не требуется отчет об оборотных средствах. | 1) после введения Директивы ЕС по проспекту эмиссии AIM остается единственным не регламентируемым рынком в Европе;  2) отсутствие требований по минимальному объему акций в свободном обращении;  3) валюта, используемая при покупках, и облегченные правила по слияниям и поглощениям;  4) гибкое регламентирование при меньших затратах;  5) преимущества от наличия сопоставимых компаний (российские активы);  6) опыт существования на рынках Великобритании без необходимости соблюдать все требования UKLA;  7) потенциальный переход на Основной рынок. |
| Недостатки | 1) UKLA должна зарегистрировать проспект эмиссии, что означает дополнительные нормативные требования, затраты и удлинение сроков;  2) более высокие требования к компании после листинга (UKLA), включая слияния и поглощения;  3) более жесткие требования по раскрытию информации и одобрению акционерами;  4) некоторые базовые требования, напр.мин. 25% акций в свободном обращении, могут быть неприемлемы для компании на данном этапе. | 1) листинг DR (не акций) предполагает договоренность с местным депозитарием;  2) отсутствие доступа к розничным/прочим непрофессиональным инвесторам;  3) меньшая реклама для компании;  4) любой последующий листинг акций потребует повторного прохождения полного процесса листинга. | 1) меньшая ликвидность, чем на основном рынке;  2) круг потенциальных инвесторов ограничен;  3) меньшая узнаваемость и понимание компании. |
| Сроки | 3-4 месяца | 2-3 месяца | 2-3 месяца |
| Основные листинговые требования | 1) полный проспект эмиссии;  2) полная бух.отчетность за 3 года со сроком давности не более 6 месяцев, аудированная без оговорок;  3) отчет об оборотных средствах. | 1) проспект эмиссии с ограниченными требованиями по раскрытию информации (по сравнению с полным листингом акций);  2) заверенная аудиторами бух.отчетность за 3 года (за период, завершившийся не более 18 месяцев до даты листинга). | 1) документ листинга, аналогичный проспекту эмиссии;  2) заверенная аудиторами бух.отчетность за 3 года (или с даты учреждения компании, если она существует менее 3 лет). |

Принятие в США акта Сарбейнса — Оксли, ужесточившего нормы корпоративного управления, стало главной причиной того, что LSE стала более привлекательной для иностранных, и в частности российских, компаний, чем NYSE. Расходы на британском рынке ниже, чем на американском. Совокупные расходы на прохождение листинга составляют 3-4% от объема привлеченных средств, в США — 6-7%. Акт Сарбейнса — Оксли сделал рынок США менее привлекательным для российских эмитентов, потому что он накладывает обременительные обязательства на компанию.

Доля российских компаний в общем объеме IPO, проведенных в Лондоне: на основной площадке 60% средств, привлеченных в этом году в ходе IPO, приходится на российские компании. Лондонская фондовая биржа рассматривает возможность создания на своем альтернативном инвестиционном рынке (AIM) отдельного сектора для российских компаний. LSE заключила с ММВБ договор о совместном продвижении первичных размещений (IPO) российских компаний на московском и лондонском рынках. Такой шаг связан с требованием Федеральной службы по финансовым рынкам, согласно которому не менее 30% акций должно быть размещено в России, т.к. компании, желающие попасть на международный рынок капитала, должны проводить двойное размещение — одновременно в России и за рубежом[[62]](#footnote-62).

**Фондовая биржа Франкфурта (Frankfurter Wertpapierborse) -** крупнейшая региональная биржа в Европе. Она имеет как традиционный торговый зал, так и электронную систему торговли. Листинг на бирже получили 819 компаний, однако нужно учесть, что на ней обращаются также и те ценные бумаги, которые получили листинг на других биржах Европейского союза. В настоящее время в традиционной секции представлены ADR 33 крупнейших российских компаний, таких как «Лукойл», «Норильский Никель», «Аэрофлот», ГУМ и другие. Через электронную систему торгуются ADR 18 отечественных эмитентов. Компании могут пройти листинг в одном из двух сегментов торговой площадки: General Standard и Prime Standard. Чтобы удовлетворять стандартам биржи, эмитенты должны соответствовать федеральным нормам и выполнить для этого следующие требования закона о торговле ценными бумагами:

- компания должна существовать не менее трех лет;

- количество акций должно быть не менее 10 тысяч, из которых не менее 25 процентов должно находиться в свободном обращении;

- ожидаемая стоимость допущенных к обращению на бирже акций должна быть не менее 1,25 миллиона евро;

- компания должна предоставить проспект, содержащий отчетность за последние три финансовых года, а также отчет менеджмента компании за последний год.

Если компания удовлетворяет этим требованиям, она допускается на «официальный рынок» (в соответствии с федеральными стандартами) и автоматически – на сектор General Standard Франкфуртской биржи.

Для зачисления акций в более престижную категорию Prime Standard компания должна удовлетворять дополнительным условиям:

- публиковать ежеквартальную отчетность (по GAAP или МСФО) и финансовый календарь, а также не реже одного раза в год проводить пресс-конференцию для инвесторов, финансовых аналитиков и банкиров.

Кроме того, на Франкфуртской фондовой бирже существует «неофициальный регулируемый рынок». Требования к допуску ценных бумаг здесь менее строги: компания должна предоставить точную информацию о своих ценных бумагах, а также о бирже, на которой происходит их первоначальное ценообразование. Если же ценные бумаги не обращаются на бирже, то организация должна представить более детальную информацию о себе.[[63]](#footnote-63) С 1 июля 2005 года действует новое правило: российские компании, желающие разместить свои акции на европейских торговых площадках, должны будут выбрать так называемую «Home member state». «Home member state» – это страна – член Евросоюза, в которой организация зарегистрирует проспект эмиссии и будет производить периодическое раскрытие финансовой информации. После того как проспект пройдет регистрацию и ценные бумаги будут допущены к листингу в «Home member state», компания сможет размещать свои бумаги в любой стране и на любой бирже Евросоюза без повторной регистрации проспекта. При этом эмитент обязан соблюдать законодательство по ценным бумагам только «Home member states» (а не других государств, в которых также проводится размещение бумаг или торговля ими)[[64]](#footnote-64).

## **3.2. Результаты проведения IPO российскими эмитентами на отечественных и зарубежных фондовых рынках.**

Картина первоначальных публичных размещений (IPO), проведенных российскими компаниями на российских и зарубежных площадках в период с 1996 по 2005 гг., составленная на основе данных проекта Mergers&Acquisitions in Russia (www.mergers.ru), а также публикаций в средствах массовой информации, приводится в Приложении 1 к настоящей работе.

История первичных размещений акций российских компаний началась на западных торговых площадках, когда в 1996 г. компания «ВымпелКом» разместила депозитарные расписки на свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). В 2000 и 2002 гг. примеру «ВымпелКома» последовали еде две российские компании: МТС и «Вимм-Билль-Данн». Начиная с 2002 года компании начали размещать акции на российских торговых площадках – РТС и ММВБ, первой из которых была компания РБК. В 2005 году активность российских эмитентов переместилась на торговые площадки Лондонской фондовой биржи (LSE), в первую очередь из-за более мягких по сравнению с NYSE требований к эмитентам.

Только на российских площадках в 2002-2005 гг. компании РБК, «Аптечная сеть 36,6», «Иркут», Концерн «Калина», «Открытые инвестиции», «Седьмой континент», «Лебедянский», «Хлеб Алтая». В совокупности таким компаниям удалось привлечь в совокупности около 650,8 млн. долларов США.

Компании, разместившие депозитарные расписки на свои акции на зарубежных площадках (ВымпелКом, МТС, Вимм-Билль-Данн Продукты Питания, Стальная группа Мечел, АФК «Система», НоваТЭК, Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК), Пятерочка, ЕвразГруп, Амтел, Urals Energy, Rambler Medi, International Marketing&Sales Group, Глобал-Каустик) в 1996-2005 гг. привлекли в совокупности около 5 218,2 млн. долларов США.

Однако ряд компаний, проводивших размещение на зарубежных площадках, спровоцировали критику со стороны российского регулятора рынка ценных бумаг – Федеральной службы по финансовым рынкам. Так, компания Pyaterochka Holding N.V., зарегистрированная в Голландии, является холдинговой компанией сети магазинов "Пятерочка" и подавляющая часть ее активов находится в России. В соответствии с законом "О рынке ценных бумаг" размещение ценных бумаг, в том числе и депозитарных расписок, российских эмитентов за рубежом допускается только после получения разрешения ФСФР, которое Pyaterochka Holding N.V., будучи компанией иностранной юрисдикции, не получала. По мнению ФСФР, предложения инвесторам на иностранных биржах акций иностранных холдинговых компаний, основным активом которых являются акции или доли в обществах с ограниченной ответственностью, находящихся в России, представляют собой одну из форм обхода норм российского законодательства. Аналогично поступила компания Rambler Medi - владелец поисковой системы «Рамблер», разместившаяся на LSE[[65]](#footnote-65). В связи с возникшей ситуацией ведется разработка законопроекта, предусматривающего обязанность иностранных компаний, у которых 75% активов находится в России, получать разрешение на выпуск акций за рубежом у ФСФР, что, по мнению разработчиков законопроекта будет препятствовать «уходу активов» с российского фондового рынка на зарубежные рынки.

По результатам проведенных IPO наибольшая активность отмечена у предприятий следующих отраслей:

- металлургия («Мечел», «Евразхолдинг», НЛМК);

- компании телекоммуникационного сектора и новых технологий (АФК «Система», «Рамблер»);

- компании потребительского сектора («Седьмой континент», «Лебедянский», «Пятерочка»).

Металлургия традиционно относится к циклическим отраслям и подвержена рискам, связанным с изменением ценовой конъюнктуры. Максимальной отметки цены достигли в 2004 году, а в 2005 году наблюдалось снижение стоимости продукции. Такие колебания оказывают влияние на курс акций компаний. Так, «Мечел» провел размещение своих акций в октябре 2004 года на максимуме цен на сталь, привлек удачно использовав благоприятную мировую конъюнктуру и получив максимум возможных средств. Размещение акций «Евразхолдинга» было не таким успешным, и привлеченные компанией средства (ок. 422 млн.долл.) находятся где-то посередине значений, заявленных компанией при проведении «road show» (от 392,85 до 494,7 млн.долл.), что стало отражением изменившихся в период IPO цен на сталь.

Телекоммуникационный сектор - пионеры российского IPO, т.к. первой российской компанией, которая провела IPO на западных площадках, стала компания «ВымпелКом» (1996 год), а впоследствии к ней присоединились МТС и АФК «Система» (владелец МТС).

Компании, ориентированные на массового потребителя имеют сегодня значительный потенциал. Особо следует выделить ритейловые сети, т.к. с ростом доходов населения увеличился потребительский спрос в России. Основные финансовые показатели ритейлеров – лидеров рынка за 2004 год – см. в Таблице 6. [[66]](#footnote-66)

**Таблица 6: Основные финансовые показатели ритейлеров – лидеров рынка за 2004 год.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Компания | Выручка, млн.долл | Чистая прибыль, млн.долл | Рентабельность, % |
| «Седьмой континент» | 495,8 | 29,4 | 6 |
| «Пятерочка» | 1105 | 74 | 6,7 |
| «Перекресток» | 660 | 17 | 2,6 |
| «Копейка» | 415 | 18,4 | 4,5 |

Первой публичное размещение своих акций провела компания «Седьмой континент», в результате чего были даны ценовые ориентиры для компаний потребительского сектора, а также появился новый инструмент, позволивший диверсифицировать портфели инвесторов. Однако наиболее успешным было размещение «Пятерочки», т.к. инвесторы оценили компанию выше, чем сумма ее годового оборота – таким образом инвесторами были куплены перспективы и надежда на дальнейший рост. Активность по подготовке к IPO проявляют и другие ритейлеры: Торговый дом «Копейка» и Холдинг «Марта»[[67]](#footnote-67).

В конце 2005 - начале 2006 года около 70 российских компаний заявили о своей готовности провести IPO, однако, по оценкам экспертов, реальное первичное публичное размещение смогут осуществить лишь около 40 компаний.

Компании стран СНГ также проявляют интерес к российскому фондовому рынку, поскольку российский рынок является крупнейшим и наиболее емким на всем постсоветском пространстве (на ММВБ до 90% совокупного оборота торгов по акциям стран СНГ), а выход стран СНГ на развитые рынки с целью привлечения капитала затруднен в силу малой известности этих компаний на мировом рынке и высокой для западных инвесторов степени риска (только Россия, Казахстан и Украина имеют суверенные кредитные рейтинги S&P). Однако в настоящее время IPO компаний СНГ на российском рынке практически невозможны из-за отсутствия возможности выпуска российских депозитарных расписок (РДР) на иностранные акции. Необходимость введения этого инструмента очевидна и в этом направлении ведется разработка соответствующего законопроекта (см. Приложение 5 к настоящей работе)[[68]](#footnote-68).

В целом кандидатов на проведение IPO можно условно разделить на 3 группы:

- компании, в основном относящиеся к сырьевому сектору, имеющие серьезную кредитную историю: всего к данной группе относится около 25 % всех компаний, способных в ближайшие годы осуществить размещение своих акций, однако активизации публичных размещений компаний этой группы препятствует сформировавшийся круг собственников и возможность дешевых заимствований на рынке еврооблигаций;

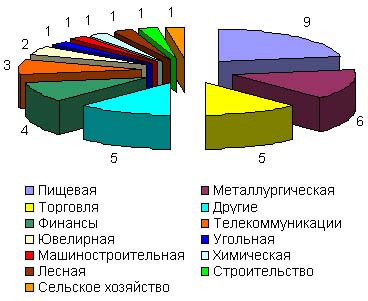
- компании, ориентированные на внутреннего потребителя, динамично развивающиеся и нуждающиеся в крупных инвестициях: на эту группу предприятий в 2006-2008 гг. будет приходиться до 65 % IPO, т.к. выход на рынок еврооблигаций для таких компаний дорог, а внутренний рынок корпоративных облигаций не может полностью удовлетворить их потребности в долгосрочном финансировании;

- небольшие инновационные компании: такие компании в России широко не распространены, однако в случае поддержки венчурного бизнеса они смогут занять заметные позиции на рынке публичных размещений в России[[69]](#footnote-69).

Отраслевая структура компаний, планирующих публичное размещений акций в 2006-2010 гг., - см. Таблицу 7.

**Таблица 7: Отраслевая структура компаний, планирующих публичное размещений акций в 2006-2010 гг[[70]](#footnote-70).**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **№** | **Отрасль** | **Число эмитентов** |
| 1. | Угольная | 1 |
| 2. | Машиностроение | 1 |
| 3. | Металлургическая | 6 |
| 4. | Химическая | 1 |
| 5. | Легкая | 1 |
| 6. | Лесная | 1 |
| 7. | Пищевая | 9 |
| 8. | Ювелирная | 2 |
| 9. | Строительство | 1 |
| 10. | Сельское хозяйство | 1 |
| 11. | Телекоммуникации | 3 |
| 12. | Финансы | 4 |
| 13. | Торговля | 5 |
| 14. | Прочие | 5 |
|  | Итого | 41 |



## **3.3. Перспективы развития рынка IPO, проводимых российскими эмитентами.**

По данным агентства Коммерсантъ-Daily [[71]](#footnote-71)в 2005 году российские фондовые биржи вышли на четвертое место в Европе по объему размещенных выпусков. Так, в 2005 году рост числа IPO на европейских рынках составил 40 % при снижении числа американских IPO на 14 %. При этом лидером оказалась Лондонская фондовая биржа (LSE), на которой объем IPO составил 8,53 млрд фунтов стерлингов, причем почти 28 % от этого объема пришлось на размещение российских компаний или компаний, основные активы которых расположены в России, а проведение IPO АФК "Система" стало вторым по объему размещением на LSE. Однако в 2005 году на российских биржах были проведены размещения на 2,26 млрд евро, в результате чего российский рынок оказался четвертым в Европе после британского, французского и германского. При этом аналитики уверены, что в ближайшие годы процент акций российских эмитентов, размещаемых именно на российском фондовом рынке, вырастет.

В 2005 году было проведено рекордное для России количество IPO на рекордные объемы. По прогнозам экспертов, в ближайшие 2-3 года не ожидается «бума IPO», однако т.н. «пионеры IPO» в своих секторах получат привлекательную оценку стоимости и серьезные конкурентные преимущества, а также возможность выступить в роли консолидатора отрасли. В ближайшие годы ожидается примерно по 5-10 IPO в год среди компаний-лидеров из динамично развивающихся отраслей[[72]](#footnote-72).

Как было отмечено выше, для компаний, нуждающихся в долгосрочных инвестициях и имеющих достаточные объемы и финансовые показатели деятельности, прозрачную структуру собственности и современную систему корпоративного управления, IPO – оптимальный способ привлечения финансовых ресурсов, в наибольшей степени отвечающий потребностям компании по сравнению с привлечением заемных средств, в т.ч. путем выпуска облигаций.

Интерес российских эмитентов к привлечению инвестиций посредством публичного выпуска акций, намеченный в 2000-2002 гг., существенно возрос в 2004-2005 гг., и экспертами прогнозируется повышение количества размещений и объемов IPO в дальнейшем.

Следует отметить, что при планировании публичных размещений на зарубежных площадках, эмитенты в 1996-2004 гг. выбирали фондовую биржу NYSE. После принятия в США Акта Сарбейнс-Оксли, ужесточившего требования к эмитентам, проводящим листинг акций на NYSE, интерес российских эмитентов при проведении размещений за рубежом, сместился в сторону биржи LSE как более демократичной в плане требований к эмитентам, и дающей широкие возможности по привлечению круга иностранных инвесторов.

Ряд компаний провели публичную эмиссию лишь на российских торговых площадках – ММВБ и РТС. При этом объем привлеченных средств существенно уступает объему средств, привлеченных компаниями, проводившими IPO за рубежом. В то же время IPO стало обоснованным решением для компаний, не обладающих достаточным объемом финансовых показателей для выхода на зарубежные рынки.

При проведении IPO на российских площадках компании использовали как классическую схему публичного размещения по российскому законодательству, так и схему с участием акционера, когда инвесторам предлагаются уже выпущенные акции, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован ФСФР. Это было связано с несовершенством законодательной базы: «классическая схема» публичного размещения согласно российскому законодательству включала ряд процедур, необоснованно затягивавших процесс IPO и мешавших адекватному рыночному ценообразованию: после регистрации выпуска акций в ФСФР эмитенту приходилось ждать 45 дней, в течение которых акции нового выпуска могли быть приобретены действующими акционерами, и лишь потом предлагать акции инвесторам, что создавало риск изменения рыночной конъюнктуры и соответственно цены размещения, а также процедуру IPO затягивала необходимость регистрации в ФСФР отчета об итогах выпуска акций и связанный с этим разрыв во времени между первичным размещением акций и началом их вторичного обращения на фондовой бирже. Сложившаяся ситуация потребовала внесения корректив в действовавшие правила проведения публичной эмиссии.

В 2005 – начале 2006 в российском законодательстве о рынке ценных бумаг произошли позитивные изменения, направленные не упрощение процедуры публичной эмиссии.

Так, путем внесения изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» были сокращены сроки осуществления преимущественного права акционеров на приобретение акций нового выпуска с 45 до 20 дней, что в дальнейшем при проведении публичных эмиссии позволит компаниям своевременно и адекватно рыночным условиям определить цену на размещаемые акции.

Ранее в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» были внесены изменения, упростившие процедуру подписания отчета об итогах выпуска ценных бумаг: отчет может подписывать генеральный директор компании, в то время как ранее для утверждения отчета должен был созываться совет директоров, что влияло на сроки процедуры эмиссии.

Кроме того, компании, проводящие размещения через фондовую биржу, смогут регистрировать выпуск своих акций на бирже, а в ФСФР вместо отчета об итогах выпуска подавать уведомление об итогах выпуска. Такая упрощенная процедура регистрации отчета позволяет существенно сократить сроки с момента первичного размещения акций до начала их вторичного обращения[[73]](#footnote-73).

Для российских эмитентов имеются широкие возможности по размещению акций (депозитарных расписок на акции) на зарубежных фондовых биржах. Такие площадки, как NYSE, NASDAQ, LSE, европейские биржи дают эмитентам возможность привлечь значительно больший объем средств по сравнению с внутренним российским рынком, сформировать рыночную оценку стоимости компании-эмитента, а также повысить ее имидж в мировом бизнес-сообществе. Однако необходимым условием размещений на западных площадках является соответствие эмитента критериям бирж и зарубежного законодательства, которые значительно выше, чем критерии российских бирж и отечественного законодательства.

При этом учитывая, что самые «громкие» российские IPO прошли на западных площадках, ФСФР в настоящее время выражает опасение, что оборот по акциям российских эмитентов уйдет за рубеж, в связи с чем российский регулятор ставит перед собой задачу создания условий для проведения IPO на российском рынке. ФСФР, в частности, планирует внести изменения в процесс листинга российских компаний, которые собираются проводить IPO на зарубежных площадках: проект изменений, вносимых в законодательство, предусматривает правил, согласно которому компании, 75% активов которых находятся в России и которые через холдинговую зарубежную компанию планируют IPO вне России, должны будут получать разрешения на такое размещение у ФСФР. Кроме того, таким компаниям будет предлагаться одновременно с IPO размещать российские депозитарные расписки (РДР) на биржах в России.

Однако имеется и иной взгляд на проблему «ухода» российских компаний на зарубежные рынки.

Ситуация в России существенно отличается от западной: в России инвестирование осуществляется преимущественно в небольшое число «голубых фишек», в то время как, например, в США развиты механизмы инвестирования в небольшие перспективные фирмы. При этом в то время как крупнейшие российские компании размещают акции в виде ADR и GDR на западных развитых рынках, на «рынках компании с малой капитализацией» (small caps, США) и «молодых компаний роста» (сеть EuroNM, охватывающая сегменты «новых рынков» на Лондонской, Франкфуртской, Парижской, Итальянской, Амстердамской и Броссельской фондовых биржах) российских эмитентов нет, хотя эти рынка специально предназначены для привлечения денежных ресурсов высокотехнологичными, быстрорастущими компаниями[[74]](#footnote-74). В то же время российские компании объемом активов 5-10 млн. евро, имеющие операционную историю 3-5 лет (торговые предприятия, молодые компании информационного бизнеса, высокотехнологичные компании, реализующие инновационные проекты, предприятия пищевой промышленности и др.) испытывают значительную потребность в средствах развития и должны иметь возможность доступа к специализированным зарубежным рынкам, созданным для этих классов эмитентов. Основные проблемы таких компаний – непрозрачность и разделенность бизнеса, высокая доля оффшорных операций. Эти проблемы обусловлены рисками российской экономики 90-х годов, политикой государства, не ориентированной на экономический рост. В связи с этим в настоящее время от государства требуется проведение целенаправленной политики по созданию стимулов для экспансии акций молодых российских компаний на иностранные фондовые рынки. [[75]](#footnote-75)

К проблемам, препятствующим развитию IPO в России, можно отнести следующие:

1) проблемы правового регулирования: российское законодательство, направленное на регулирование IPO, постепенно развивается и совершенствуется, вводятся нормы и правила, направленные на упрощение процедуры IPO, однако проблема упрощения процедуры регистрации и сокращения сроков эмиссии, отработка на практике отдельных нововведений, еще требует внимания со стороны регулятора фондового рынка;

2) налоговые риски: в настоящее время существует проблема определения возможных периодов проведения налоговых проверок, сроков исковой давности по налоговым спорам, понятия «добросовестности» налогоплательщика, что имеет существенно значение для многих компаний, развивавшихся в период становления российской налоговой системы и допускавших действия, ранее детально не регулируемые, но в настоящее время квалифицируемые как налоговые правонарушения;

3) ответственность менеджмента компании: несмотря на наличие в Федеральном законе «Об акционерных обществах» нормы об ответственности членов совета директоров и исполнительных органов компании за причиненные по их вине убытки, в России не развит широко применяемый на Западе институт страхования ответственности директоров и иных руководящих должностных лиц компании, организаторов торгов и иных участников фондового рынка;

4) проблемы защиты собственности: в настоящее время в полной мере не решена проблема «недружественных поглощений», захватов, создания «двойных реестров акционеров», инициирования судебных разбирательств с целью дестабилизировать деятельность компании. Совершенствование законодательства в области защиты прав собственности, повышение эффективности судебных и правоохранительных органов будет способствовать решению этой проблемы в дальнейшем;

5) недостаточная развитость фондового рынка и его инфраструктуры: до сих пор не создана единая система учета прав на ценные бумаги - Центральный депозитарий, кроме того объем бумаг, находящихся в свободном обращении, характеризуется как низкий, существует чрезмерная концентрация оборота российского рынка ценных бумаг, у институциональных инвесторов отсутствует интерес к рынку из-за нормативного запрета на инвестирование пенсионных средств в акции, размещаемые при IPO.

Однако перспективы развития рынка IPO в России оцениваются как благоприятные. В настоящее время в стране сложилась экономическая ситуация, способствующая росту фондового рынка, компании ищут новые источники финансирования, в том числе варианты размещения своих акций на фондовой бирже. При этом компании, которые планируют привлечь менее $100 млн. будут рассматривать в качестве площадки для размещения российские биржи, однако они же будут принимать во внимание дополнительные сложности с которыми им придется столкнуться при выходе на рынок капиталов и возможности привлечения инвесторов на данном рынке. Взвешенная и активная политика регулирующих органов и внесение необходимых законодательных изменений способны привлечь российские компании к размещениям внутри страны, что позволит инвесторам диверсифицировать риски путем вложения средств в новые отрасли.

Базовыми условиями для успешного развития рынка в дальнейшем станут стабильные и предсказуемые правила отношений бизнеса и власти, эффективность защиты права собственности, создание эффективной инфраструктуры в части учета прав на ценные бумаги и расчетов по операциям с ними, создание Центрального депозитария, становление российских институциональных инвесторов, благоприятная правовая среда, урегулирование вопроса недружественных корпоративных действий, т.к. средние компании будут выпускать акции в свободную продажу только в том случае, если они будут гарантированы от возникновения ситуаций недружественного поглощения.

Присвоение ведущими рейтинговыми агентствами России инвестиционного рейтинга поможет в дальнейшем поддержанию интереса инвесторов, повысит доверие к российскому бизнесу.

Развитие IPO может благоприятно повлиять как на экономическую ситуацию в России так и на весь фондовый рынок, а именно:

- стимулировать экономический рост и привлечь значительные инвестиции;

- способствовать структурной перестройке экономики;

- придать импульс развитию венчурного финансирования;

- расширит спектр ликвидных инструментов на фондовом рынке, повысит его капитализацию, увеличит обороты торгов.

По оценкам экспертов, снятие нормативных ограничений увеличит объем размещений на внутреннем рынке до 5-6 млрд. долл. в год, а объем IPO крупнейших компаний позволит привлекать на внешнем рынке до 3 млрд. долл. в год[[76]](#footnote-76)

# Заключение.

Проанализировав различные источники, от книг по рынку ценных бумаг до публикаций в средствах массовой информации, докладов участников конференций по проблемам IPO в России и информационных сайтов эмитентов в сети Интернет, автор настоящей работы пришла к следующим выводам.

Данная тема – новая в российской практике, т.к. становление и развитие российских IPO только начинается и фактически имеет историю лишь нескольких последних лет. В то же время процедура первоначального публичного предложения акций компании через фондовую биржу имеет многолетнюю историю за рубежом. Так, в США уже в 1933 – 1934 гг. были приняты основные законы, регулирующие вопросы рынка ценных бумаг, организации размещения и обращения акций компаний, а в 2002 актом Сарбейнса-Оксли были введены жесткие требования к компаниям, осуществившим публичное предложение, акции которых котируются на фондовом рынке. В России рынок IPO еще молод, и в будущем ожидается его становление и развитие.

По результатам анализа информации о проведенных IPO российскими компаниями как на российских, так и на зарубежных площадках, можно сказать следующее:

1. Начало российских IPO на зарубежных площадках было положено, когда компания «ВымпелКом» в 1996 году разместила депозитарные расписки на свои акции на американской бирже NYSE. Однако в дальнейшем, из-за кризиса в финансовой системе России, интерес к публичным размещениям вернулся лишь в 2002 году.

2. Первой компанией, разместившей акции IPO на российских торговых площадках, стала компания РБК, которая в 2002 году вышла с публичным размещением на ММВБ и РТС. Это позволило сформировать практику проведения IPO на российских биржах, определить методы и критерии ценообразования, а также выявило существующие проблемы при реализации проекта публичного размещения акций.

3. Начиная с 2004 рынок IPO начал активно развиваться: если в 2004 году публичные размещения провели пять компаний, то в 2005 году их было уже 13, а в 2006 году о своих планах на IPO заявили более 40 компаний.

4. Выбор площадки размещения зависит как объема средств, которые стремится привлечь эмитент, и от его статуса: размещение на зарубежных площадках может принести эмитенту на порядок больший объем средств, чем в России, однако требования зарубежных бирж к эмитентам более строгие, поэтому проведение публичных эмиссии за рубежом могут позволить себе лишь крупные компании.

5. За несколько лет практики IPO в России был накоплен определенный опыт, который позволил разработать законодательную базу для публичных размещений, упростить процедуру и сократить ее сроки, обеспечить ее информационную прозрачность. В 2005 - начале 2006 года были внесены изменения в основные нормативные документы по рынку ценных бумаг: Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон «Об акционерных обществах», Стандарты эмиссии ценных бумаг, Положение о раскрытии информации эмитентами на рынке ценных бумаг, Положение о порядке организации торговле на рынке ценных бумаг, и др. Теперь процедура публичного размещения акций согласно российскому законодательству является более понятной и прозрачной.

6. В будущем планируется дальнейшее совершенствование законодательной базы, обеспечивающей проведение IPO как в России, так и за рубежом: принятие закона, регулирующего выпуск российских депозитарных расписок (РДР) на акции иностранных эмитентов, регулирование порядка размещения акций компаниями, 75 % активов которых находится на территории России, введение требований к составлению консолидированной финансовой отчетности по МСФО компаниями, который провели публичную эмиссию и акции которых котируются на фондовых биржах.

7. Учитывая роль и влияние на активность IPO таких факторов, как состояние рынка и наличие развитой инфраструктуры, создание в будущем Центрального депозитария, совершенствование системы расчетов, повышение степени защиты права собственности на ценные бумаги, снижения налоговых рисков за счет совершенствования законодательной базы и практики рассмотрения налоговых споров, стабилизации экономической ситуации в России, можно прогнозировать в будущем повышение доли IPO среди иных способов привлечения финансовых ресурсов российскими компаниями.

В настоящей работе предпринята попытка обобщить имеющийся опыт российских компаний в сфере IPO, показать тенденцию изменений в российском законодательстве, направленных на совершенствование процедуры публичных размещений.

В работе также приводится информация о зарубежных площадках и возможностях размещения на них для российских компаний, сделаны выводы о проблемах и перспективах рынка IPO в России, выявлены факторы, мешающие этому процессу, а также предпосылки для его развития.

Автор попыталась по возможности полнее учесть все аспекты и нюансы данной темы, но не претендует на полноту своего исследования, учитывая обширность темы и ее новизну для российской практики.

# СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

**Нормативные акты Российской Федерации и официальные документы:**

1. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг".

2. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ "Об акционерных обществах".

3. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг".

4. Часть вторая Налогового кодекса Российской Федерации от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ.

5. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н "Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг".

6. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н "Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг".

7. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н "Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг".

8. Стратегия развития финансового рынка РФ, разработанная ФСФР и предложенная на рассмотрение Правительству РФ в 2005 году.

9. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 г. № 421/р "О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения".

10. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 июня 2003 г. № 03-1169/р "Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения".

11. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 30 апреля 2003 г. № 03-849/р "О методических рекомендациях по составу и форме представления сведений о соблюдении Кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ".

12. Порядок расчета рыночной цены эмиссионных ценных бумаг и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, допущенных к обращению через организаторов торговли, утв. [постановлением](#sub_0) Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ от 24 декабря 2003 г. N 03-52/пс.

**Издания и публикации:**

1. The Initial Public Offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. Second Edition./Bowne, June 8, 2004.

2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов./М.: Олимп-Бизнес, 1997.

3. Гулькин П.Г. Англо-русский толковый словарь терминов по IPO /СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002.

4. Гулькин П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO) /СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002.

5. Гулькин П.Г., Теребынькина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO /СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002.

6. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробъева З.А.– Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций/М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

7. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития./М.: Альпина паблишер, 2002.

8. Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации./Тасис ИНВАС, М, 2000.

9. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции./М.: Инфра-М, 2001.

10. «Bowing to “Dividend aristocrats”» //Business Week Europe, 28.02.2005.

11. «IPO на российском рынке и роль бирж в их проведении» - доклад Зам. Генерального директора ММВБ В.С. Петрова. //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

12. «IPO - рычаг для рывка.» /Электронное издание «C-news», cnewz.ru.

13. «IPO с точки зрения биржи» - материалы доклада Фондовой биржи РТС.//Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

14. «IPO Форум: сравнительный анализ условий листинга российских акций на зарубежных биржах.» // Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

15. **«**NASDAQ - Лучший рынок для компаний».// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

16. Барщевская Н. «Правовые аспекты первичного размещения: особенности российского законодательства.»// Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19).- с.12-13.

17. Башкина У.И. «Дивидендная политика западных фирм и ее регулирование.» //Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2005, № 6 (19). - с.8 – 18.

18. Вербицкий В., Петров В. «Роль корпоративного управления и независимых директоров при подготовке IPO».//Биржевое обозрение, 2005, № 11 (25).

19. «Влияние рейтингов на инвестиционные решения» - материалы доклада рейтингового агентства «Эксперт - РА»// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

20. «Возможности проведения IPO в России: преимущества и сдерживающие факторы» - материалы доклада ЗАО «РЕГИОН» Финансовые Консультации»// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

21. Вьюгин О. «Об эволюции фондового рынка». //Финанс, 2005, № 44 (134). - с.34-38.

22. Гребенкин А.С. «Современные тенденции дивидендной политики российских компаний».//Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2005, № 6 (19). - с.4 – 7.

23. Гулькин П. «Словарь терминов IPO». Источник: www.cnews.ru.

24. Зотов В. «Структуры IPO: плюсы и минусы». //Управление компанией, 2005, № 05 (48). - с.55 -56.

25. Иорданский П. «Российский ритейл уходит в IPO»./ Биржевое обозрение, 2005, № 7 (21). - с.16-17.

26. «Исследование практики корпоративного управления в России в 2003 и 2004 гг.». Российский институт директоров, 2005.

27. «Ликвидность возвращается» - интервью в О.В.Вьюгиным.//Эксперт, 25.07.2005.

28. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». //Консультант, 2005, № 7.- стр. 54-57.

29. Лукашов А. «Обратные слияния – альтернатива IPO». //Консультант, 2005, № 21.

30. Никитин Л. «Советы консультанта: Как привлечь инвестиции, не потеряв контроль над управлением».//Ведомости, 2004, №128 (1168).

31. Одинцова А. «Прогноз развития рынка IPO».// Биржевое обозрение, 2005, № 9 (23). - с.20-23.

32. «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации» - доклад Руководителя ФСФР России О.В.Вьюгина на заседании Правительства РФ 25 ноября 2004 года.

33. Петров В. «О кандидатах на IPO на российском рынке».// Биржевое обозрение, 2005, № 9 (23). - с.24.

34. Потемкин А. «IPO вчера, сегодня, завтра…»//Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19). - с.4-7.

35. «Рейтинг корпоративного управления как способ оптимизации цены размещения» - материалы доклада Ю. Кочетыговой, служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor’s. //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

36. «Ритейлеры почувствовали вкус к инвестициям».//Рынок ценных бумаг, 2005, № 18 (287). - с.6.

37. «Роль инвестиционного банка в организации публичного размещения акций (IPO)» - материалы доклада ОФГ. //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.

38. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации. Проект. Материалы с официального веб-сайта ФСФР http://www.fcsm.ru.

39. Таранкова Е. «Слагаемые успешного проведения IPO».// Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19). - с.16-18.

40. Терегулов Р., Полиньски Х. «IPO – факторы успеха».//Управление компанией, 2005, № 06 (49). - с.60 -63.

41. Трусов Е. «Советы консультанта: IPO: стратегия и тактика».//Ведомости 28.01.2003, №12 (812).

42. «Участники рынка считают, что в ближайшие годы число отечественных IPO останется высоким, а доля средств, привлекаемых на российских биржах, вырастет. Российские эмитенты распробовали NYSE и LSE»//КоммерсантЪ, 24.01.2006

43. «Уходящий год был переломным для фондового рынка» - интервью О.В. Вьюгина информационному агентству Интерфакс. // Информационная лента ФСФР, 30.12.2005. <http://www.fcsm.ru/>

44. Шлык П. «Тенденции на рынке IPO в Европе».// Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19). - с.20-21.

**Ресурсы Интернет:**

www.rusipo.com

www.ipocongress.ru

www.sec.gov

www2.ifc.org

www.mergers.ru

www.quote.ru

www.ipohome.com

onlineshellexchange.com

www.micex.ru

www.nyse.com

www.Nasdaq.com

www.londonstockexchange.com/en-gb

www.beeline.ru, www.vimpelcom.ru

www.wbd.ru

www.pharmacychain366.ru, www.oao366.ru

www.mechel.ru

www.irkut.ru

www.7cont.ru

www.opin.ru

www.kalina.org

www.sistema.ru

www.novatek.ru

www.nlmk.ru

www.e5.ru

evrazholding.ru

www.amtel-vredestein.ru

www.lebedyansky.ru

www.severstalauto.ru

www.rambler.ru

www.ims-group.ru

www.globalkaustik.com

# Приложение 1.

**Эмитенты, проводившие первичные размещения акций в период с 1996 по 2005 гг:[[77]](#footnote-77)**

(учитываются первые публичные размещения обыкновенных/голосующих акций (IPO), осуществленные российскими компаниями)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Компания-эмитент** | **Дата размещения** | **Объем IPO, $** | **Доля акций** | **Торговая площадка** | **Доход эмитента, $** | **Цена размещения акции на момент IPO** | **Изменение цены акций по итогам первого дня торгов после начала размещения** |
| 1. | ВымпелКом | Ноябрь 1996 г. | 115 000 000 | 30%  (ADS) | NYSE | 111 000 000 | Нет данных | 35 % |
| 2. | МТС | Июль 2000 г. | 305 000 000 | 15,4%  (ADS) | NYSE | 305 000 000 | $21,5 за ADS (соответствует 20 акциям) | 4% |
| 3. | Вимм-Билль-Данн Продукты Питания | Февраль 2002 г. | 207 000 000 | 25% + 1  (ADS) | NYSE | 166 700 000 | $19,5 за ADS | 13% |
| 4. | РБК Информационные Системы | Апрель 2002 г. | 13 280 000 | 16% | ММВБ и РТС | Нет данных | $0,83 за акцию | - 7.58% |
| 5. | Аптечная сеть 36,6 | Январь 2003 г. | 14 400 000 | 20% | ММВБ | В рамках IPO дополнительная эмиссия акций не проводилась  (акции продавались акционерами) | $9 за акцию | 5,6 % |
| 6. | Стальная группа Мечел | Октябрь-ноябрь 2004 г. | 335 100 000 | 11,5%  (ADS) | NYSE | Первичные акции - 10% : - 233,111,613  Остальные 1,5 % проданы акционерами | $21 за ADS | - 2,38%, |
| 7. | Концерн «Иркут» | Март 2004 г. | 126 914 000 | 23,3% | ММВБ и РТС | 54 043 313 | $0,62 за акцию | 17.07% |
| 8. | Седьмой континент | Ноябрь 2004 г. | 80 668 223 | 13,0% | РТС | 80 668 223 | $ 9 за акцию | Нет данных |
| 9. | Открытые инвестиции | Ноябрь 2004 г. | 68 822 061 | 38,5% | РТС | 49 534 610 | $49,75 за акцию | Нет данных |
| 10. | Концерн «Калина» | Апрель 2004 г. | 51 864 151 | 28,0% | ММВБ и РТС | 25 403 074 | $ 19,1 за акцию | 6.84% |
| 11. | АФК «Система» | Февраль 2005 г. | 1 353 800 000 | 17% | LSE  (GDR) | 1 317 500 000 | $17 за GDR (соответствует 50 акциям) | 5,5% |
| 12. | НоваТЭК | Июль 2005 г. | 878 5 00 000 | 17% | LSE  (GDR) | В рамках IPO дополнительная эмиссия акций не проводилась | $16,75 за GDR | 13% |
| 13. | Новолипецкий металлургический комбинат | Декабрь 2005 г. | 609 000 000 | 7% | LSE  (GDR) | В рамках IPO дополнительная эмиссия акций не проводилась | $14, 5 за GDR (соответствует 10 акциям) | Нет данных |
| 14. | Pyaterochka Holding | Май 2005 г. | 597 600 000 | 30% | LSE  (GDR) | В рамках IPO дополнительная эмиссия акций не проводилась | $13 за GDR (4 GDR соответствуют одной акции) | - 7% |
| 15. | Evraz Group | Июнь 2005 г. | 422 000 000 | 8% | LSE  (GDR) | 422 000 000 | $14,5 за GDR | - 1% |
| 16. | Amtel-Vredestein | Ноябрь 2005 г. | 201 700 000 | 27% | LSE  (GDR) | 153 000 000 | $11 за GDR | -1,3 % |
| 17. | ЭКЗ «Лебедянский» | Март 2005 г. | 151 200 000 | 20% | ММВБ и РТС | В рамках IPO дополнительная эмиссия акций не проводилась | $37,23 за акцию | 4,75 % |
| 18. | Северсталь-Авто | Апрель 2005 г. | 135 000 000 | 26% | ММВБ и РТС | 66 300 000 | Нет данных | Нет данных |
| 19. | Urals Energy | Август 2005 г. | 113 800 000 | 31% | AIM / LSE | 113 800 000 | 2.4 фунта ($4,4) за акцию | 3,3% |
| 20. | Rambler Media | Июнь 2005 г. | 39 900 000 | 26% | AIM / LSE | 30 800 000 | $10,25  за акцию | 5,9% |
| 21. | International Marketing&Sales Group | Декабрь 2005 г. | 26 400 000 | 26% | AIM / LSE | 13 900 000 | Нет данных | Нет данных |
| 22. | Zirax Plc (Глобал-Каустик) | Декабрь 2005 г. | 13 700 000 | 30% | AIM / LSE | 13 700 000 | Нет данных | Нет данных |
| 23. | АПК «Хлеб Алтая» | Март 2005 г. | 8 000 000 | 10% | ММВБ и РТС | 4 000 000 | 25 рублей за акцию | Нет данных |

# Приложение 2.

**Организаторы IPO в 2004-2005 гг.[[78]](#footnote-78)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Организатор** | **Эмитенты** | **Количество IPO** | **Объем IPO,**  **млн. $.** |
| 1. | Morgan Stanley | АФК «Система»; Пятёрочка; ЕвразХолдинг; НоваТЭК; Urals Energy | 5 | 1,950.7 |
| 2. | UBS Investment Bank | НоваТЭК; Amtel-Vredestein; НЛМК | 3 | 844.6 |
| 3. | Credit Suisse First Boston | АФК «Система»; Пятёрочка | 2 | 975.7 |
| 4. | Deutsche Bank и Объединённая Финансовая Группа | ЭКЗ «Лебедянский»; Северсталь-Авто; Рамблер Медиа | 3 | 292.7 |
| 5. | Merrill Lynch | НЛМК | 1 | 304.5 |
| 6. | Альфа-банк | Amtel-Vredestein | 1 | 100.9 |
| 7. | Canaccord Capital | IMS Group | 1 | 26.4 |
| 8. | Атон | Рамблер Медиа | 1 | 19.9 |
| 9. | Метрополь | Zirax Plc | 1 | 13.6 |
| 10. | Тройка Диалог | Северсталь-Авто | 1 | 13.5 |
| 11. | Финам | АПК «Хлеб Алтая» | 1 | 8.0 |

# Приложение 3.

**Андеррайтеры IPO в 2004-2005 гг.**[[79]](#footnote-79)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Андеррайтер** | **Эмитенты** | **Количество IPO** | **Объем IPO,**  **млн. $.** |
| 1. | Morgan Stanley | АФК «Система»; Пятёрочка; ЕвразХолдинг; НоваТЭК; Urals Energy | 5 | 1,372.3 |
| 2. | UBS Investment Bank | НоваТЭК; Amtel-Vredestein; НЛМК | 3 | 676.8 |
| 3. | Credit Suisse | АФК «Система»; Пятёрочка; ЕвразХолдинг; НоваТЭК | 4 | 1,114.7 |
| 4. | Deutsche Bank и Объединённая Финансовая Группа | ЭКЗ «Лебедянский»; Северсталь-Авто; Рамблер Интернет Холдинг; АФК «Система»; Пятёрочка | 5 | 453.5 |
| 5. | Merrill Lynch | НЛМК | 1 | 289.3 |
| 6. | Альфа-банк | НоваТЭК; Amtel-Vredestein; НЛМК | 3 | 165.9 |
| 7. | Canaccord Capital | International Marketing&Sales Group | 1 | 26.4 |
| 8. | Метрополь | Zirax Plc (Глобал-Каустик) | 1 | 13.7 |
| 9. | Тройка Диалог | АФК «Система»; НоваТЭК; Amtel-Vredestein | 3 | 162.2 |
| 10. | Финам | АПК «Хлеб Алтая» | 1 | 5.6 |
| 11. | ING Barings | АФК «Система»; Пятёрочка; Amtel-Vredestein | 3 | 91.6 |
| 12. | Ренессанс Капитал | АФК «Система»; ЕвразХолдинг | 2 | 152.1 |
| 13. | Внешэкономбанк | НоваТЭК | 1 | 22.0 |
| 14. | Центр Инвест Секьюритис | АПК «Хлеб Алтая» | 1 | 2.4 |
| 15. | ГазпромБанк | Пятёрочка | 1 | 2.1 |

# Приложение 4.

**Аудиторы IPO в 2004-2005 гг.**[[80]](#footnote-80)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Аудитор** | **Эмитенты** | **Количество IPO** | **Объем IPO,**  **млн. $.** |
| 1. | PricewaterhouseCoopers | ЭКЗ «Лебедянский»; Северсталь-Авто; НоваТЭК; Urals Energy; Новолипецкий металлургический комбинат; Zirax Plc | 6 | 1,901.1 |
| 2. | Deloitte | АФК «Система»; Пятёрочка | 2 | 1,951.3 |
| 3. | Ernst & Young | ЕвразХолдинг | 1 | 422.0 |
| 4. | KPMG | Amtel-Vredestein | 1 | 201.7 |
| 5. | Moore Stephens Moscow | Рамблер Интернет Холдинг | 1 | 39.9 |
| 6. | Perrys | International Marketing & Sales Group | 1 | 26.4 |
| 7. | БДО Юникон | АПК «Хлеб Алтая» | 1 | 8.0 |

# Приложение 5.

**Анализ изменений в российском законодательстве, направленных на совершенствование регулирования IPO в России.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Проблема** | **Решение** | **Нормативная база** |
| 1. | Недостаточная «прозрачность» рынка:  отсутствие единого реестра эмиссионных ценных бумаг, доступного широкому кругу инвесторов. | Создание реестра эмиссионных ценных бумаг, который будет содержать информацию о зарегистрированных выпусках эмиссионных ценных бумаг, а также о выпусках эмиссионных ценных бумаг, не подлежащих в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и иными федеральными законами государственной регистрации.  Информация, содержащаяся в реестре эмиссионных ценных бумаг будет открытой и доступной для любого заинтересованного лица. | Изменения, внесенные в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" Федеральным законом от 27.12.2005 № 194-ФЗ. |
| 2. | Необходимость государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг (срок регистрации – 30 дней), что препятствует организации вторичного обращения ценных бумаг непосредственно после их размещения. | При одновременном наличии следующих условий:  - размещения ценных бумаг осуществляется путем открытой подписки;  - оказания эмитенту брокером услуг по размещению ценных бумаг на основании заключенного с ним возмездного договора;  - осуществления листинга ценных бумаг на фондовой бирже,  вместо государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмитент сможет представлять в регистрирующий орган уведомление об итогах выпуска, что позволяет существенно сократить сроки начала вторичного обращения акций выпуска после из размещения. | Изменения, внесенные в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" Федеральным законом от 27.12.2005 № 194-ФЗ.  Изменения, внесенные в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-7/пз-н.  Изменения, внесенные в Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. N 06-6/пз-н. |
| 3. | Срок для осуществления преимущественного права акционеров по выкупу акций нового выпуска - 45 дней с момента регистрации выпуска, что препятствует формированию адекватной рыночной цены на акции нового выпуска. | Возможность определения цены размещения ценных бумаг после окончания срока действия преимущественного права.  В этом случае срок осуществления преимущественного права приобретения акций сокращается до 20 дней.  После раскрытия эмитентом информации об определенной им цене размещения ценных бумаг, лица, реализующие преимущественное право, должны оплатить приобретаемые ценные бумаги в установленный срок (не менее 5 рабочих дней). | Изменения, внесенные в Федеральный закон "Об акционерных обществах" Федеральным законом от 27.12.2005 № 194-ФЗ.  Изменения, внесенные в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-7/пз-н.  Изменения, внесенные в Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. N 06-6/пз-н |
| 4. | В законодательстве детально не урегулирован порядок зачисления размещаемых ценных бумаг на счет брокера, оказывающего эмитенту услуги по размещению ценных бумаг. | Возможность зачисления размещаемых ценных бумаг на счет брокера, оказывающего эмитенту услуги по размещению ценных бумаг, при этом с момента зачисления ценных бумаг на счет брокера такие ценные бумаги признаются размещенными, и брокер обязан их перевести на счет приобретателя (лица, заключившего договор о приобретении ценных бумаг в ходе их размещения) в срок, на условиях и в порядке, установленных решением о выпуске ценных бумаг. Такой механизм соответствует общепринятой практике и максимально сокращает и упрощает процесс размещения ценных бумаг. | Изменения, внесенные в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-7/пз-н. |
| 5. | В законодательстве детально не урегулирован порядок листинга ценных бумаг эмитента, впервые размещающего бумаги. | К котировальным спискам «А» первого и второго уровней и «Б», добавлен котировальный список «В», предназначенный для включения в листинг ценных бумаг эмитента, впервые размещающего бумаги по открытой подписке при помощи брокера, а также для эмитентов, впервые предлагающих бумаги для публичного обращения через биржу или с привлечением брокера, для совершения в связи с таким предложением сделок, направленных на отчуждение акций. | Изменения, внесенные в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-4/пз-н. |
| 6. | Возможность проведение IPO на зарубежных площадках, минуя российский фондовый рынок | Порядок выдачи ФСФР России разрешений на размещение или обращение ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации  Установлены следующие нормативы:  - количество акций российского эмитента, размещение и (или) обращение которых предполагается за пределами Российской Федерации, не должно превышать 35 % от общего количества всех размещенных акций российского эмитента той же категории;  - акции каждого выпуска, размещение которых предполагается за пределами Российской Федерации, одновременно с их размещением за пределами Российской Федерации должны быть предложены к размещению на территории Российской Федерации через фондовую биржу или с привлечением брокера. При этом за пределами Российской Федерации может быть размещено не более 70 % от общего количества размещаемых акций такого выпуска (дополнительного выпуска). | Положение о порядке выдачи ФСФР России разрешения на размещение и/или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-5/пз-н. |
| 7. | С целью избежать размещения акций на российских площадках и получения разрешения ФСФР, создаются компании иностранной юрисдикции, которым передаются российские активы, и которые осуществляют эмиссию ценных бумаг за рубежом. | Законопроект предусматривает обязанность иностранные компании, у которых 75% активов находится в России, получать разрешение на выпуск акций за рубежом у ФСФР. | Проект изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”. |
| 8. | Отсутствие практики выпуска российских депозитарных расписок (РДР) на акции компаний, зарегистрированных за рубежом. | Законопроект предусматривает порядок, согласно которому одновременно с IPO эмитенты будут размещать российские депозитарные расписки (РДР) на российских биржах. | Законопроект |
| 9. | Отсутствие обязательных требований составления компаниями финансовой отчетности по международным стандартам. | Концепция предусматривает необходимость составления консолидированной (сводной) отчетности группой лиц (холдинг).  Предполагается обязательный перевод до 2010 г на МСФО консолидированной финансовой отчетности всех хозяйствующих субъектов, включая общественно значимые организации, ценные бумаги которых обращаются на фондовых рынках других стран и которые составляют такую отчетность по иным международно признаваемым стандартам. | Концепция развития бухгалтерского учета и отчетности РФ на среднесрочную перспективу.  Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 года. |

# Приложение 6.

**Основные этапы проведения IPO (классическая схема)[[81]](#footnote-81).**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **№** | **Действие** | **Срок** |
| 1. | Принятие Общим собранием акционеров или Советом директоров компании решения о размещении акций, включая определение условий выпуска. | День T |
| 2. | Раскрытие информации о принятом решении. | День T+5 |
| 3. | Подготовка Решения о выпуске и Проспекта ценных бумаг. | День T+35 |
| 4. | Утверждение Советом директоров Решения о выпуске и Проспекта ценных бумаг. | День T+40 |
| 5. | Государственная регистрация выпуска акций в ФСФР России. | День T+70 |
| 6. | Раскрытие информации о государственной регистрации выпуска, публикация проспекта ценных бумаг. | День T+75 |
| 7. | Соблюдение преимущественного права акционеров на приобретение акций нового выпуска  *(20 дней согласно последним изменениям, внесенным в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Стандарты эмиссии – см. Приложение 6 к настоящей работе).* | День T+95 |
| 8. | Размещение акций на фондовой бирже | День T+96 |
| 9. | Утверждение Советом директоров Отчета об итогах выпуска. | День T+110 |
| 10. | Государственная регистрация отчета об итогах выпуска акций в ФСФР России  или направление в ФСФР России уведомления об итогах выпуска акций.  *(согласно последним изменениям, внесенным в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Стандарты эмиссии – см. Приложение 6 к настоящей работе).* | День T+135 |
| 11. | Раскрытие информации об итогах выпуска акций. | День T+140 |
| 12. | Организация вторичного обращения выпуска акций на фондовой бирже | День T+141 |

1. Вербицкий В., Петров В. Роль корпоративного управления и независимых директоров при подготовке IPO./Биржевое обозрение, № 11 (25) 2005. [↑](#footnote-ref-1)
2. Гулькин П. Словарь терминов IPO. Источник: www.cnews.ru. [↑](#footnote-ref-2)
3. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-3)
4. Потемкин А. «IPO вчера, сегодня, завтра…»//Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19). – с. 4. [↑](#footnote-ref-4)
5. Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации.//Тасис. Проект ИНВАС, 2000. - с.10. [↑](#footnote-ref-5)
6. Там же - с.12. [↑](#footnote-ref-6)
7. Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации.//Тасис. Проект ИНВАС, 2000. - с.27. [↑](#footnote-ref-7)
8. «Возможности проведения IPO в России: преимущества и сдерживающие факторы» - материалы доклада ЗАО «РЕГИОН» Финансовые Консультации».// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-8)
9. Подробнее об отраслевой структуре российских компаний, планирующих IPO в 2006-2010 гг., см. в Главе 3. [↑](#footnote-ref-9)
10. Подробнее об изменениях в российском законодательстве, направленных на совершенствование регулирования IPO в России – см. Приложение 5 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-10)
11. «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации». Доклад Руководителя ФСФР России О.В.Вьюгина на заседании Правительства РФ 25 ноября 2004 года. [↑](#footnote-ref-11)
12. Об IPO, проведенных российскими компаниями, см. Приложение 1 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-12)
13. «Возможности проведения IPO в России: преимущества и сдерживающие факторы» - материалы доклада ЗАО «РЕГИОН» Финансовые Консультации». //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-13)
14. Подробнее о зарубежных фондовых рынках см. Главу 3 настоящей работы. [↑](#footnote-ref-14)
15. Подробнее об изменениях в российском законодательстве, направленных на совершенствование регулирования IPO в России, см. Приложение 5 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-15)
16. Одинцова А. «Прогноз развития рынка IPO»./ Биржевое обозрение, № 9 (23) 2005, с.23. [↑](#footnote-ref-16)
17. Зотов В. «Структуры IPO: плюсы и минусы». //Управление компанией, № 05 (48) 2005, с.55. [↑](#footnote-ref-17)
18. См. Федеральный закон от 27.12.2005 № 194-ФЗ. [↑](#footnote-ref-18)
19. Зотов В. «Структуры IPO: плюсы и минусы».// Управление компанией, 2005, № 05 (48). - с.56. [↑](#footnote-ref-19)
20. См. Приложение 5 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-20)
21. Зотов В. «Структуры IPO: плюсы и минусы». / /Управление компанией, 2005, № 05 (48). - с.56. [↑](#footnote-ref-21)
22. См. Положение о порядке выдачи ФСФР России разрешения на размещение и/или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. приказом ФСФР от 12 января 2006 г. № 06-5/пз-н. [↑](#footnote-ref-22)
23. Трусов Е. «Советы консультанта: IPO: стратегия и тактика»./Ведомости 28.01.2003, №12 (812). [↑](#footnote-ref-23)
24. Лукашов А. «Обратные слияния – альтернатива IPO». //Консультант, 2005, № 21. [↑](#footnote-ref-24)
25. Петров В. «О кандидатах на IPO на российском рынке».//Биржевое обозрение, 2005, № 9 (23). - с.24. [↑](#footnote-ref-25)
26. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н "Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-26)
27. «Российский бизнес стремительно вырос от полукриминального накопления капитала до бума IPO.» //Газета «Бизнес», 28.11.2005. [↑](#footnote-ref-27)
28. Вербицкий В., Петров В. «Роль корпоративного управления и независимых директоров при подготовке IPO» //Биржевое обозрение, 2005, № 11 (25). - с. 21. [↑](#footnote-ref-28)
29. По данным «Исследования практики корпоративного управления в России в 2003 и 2004 гг.» Российского института директоров и «Исследования информационной прозрачности российских компаний в 2005 г.». Standard&Poor’s. [↑](#footnote-ref-29)
30. См. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 декабря 2004 г. N 04-1245/пз-н "Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-30)
31. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 июня 2003 г. N 03-1169/р "Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения". [↑](#footnote-ref-31)
32. Вербицкий В., Петров В. «Роль корпоративного управления и независимых директоров при подготовке IPO».//Биржевое обозрение, 2005, № 11 (25). [↑](#footnote-ref-32)
33. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 г. № 421/р "О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения". [↑](#footnote-ref-33)
34. «Рейтинг корпоративного управления как способ оптимизации цены размещения» - по материалам доклада Ю. Кочетыговой, служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor’s.// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-34)
35. «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации». Доклад Руководителя ФСФР России О.В.Вьюгина на заседании Правительства РФ 25 ноября 2004 года. [↑](#footnote-ref-35)
36. Терегулов Р., Полиньски Х. «IPO – факторы успеха».//Управление компанией, 2005, № 06 (49). - с.61. [↑](#footnote-ref-36)
37. Там же. - с.62. [↑](#footnote-ref-37)
38. Там же.- с.63. [↑](#footnote-ref-38)
39. Башкина У.И. «Дивидендная политика западных фирм и ее регулирование».//Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2005, № 6 (19). - с.8-10. [↑](#footnote-ref-39)
40. Bowing to “Dividend aristocrats”. Business Week Europe, 28.02.2005. [↑](#footnote-ref-40)
41. Об организаторах IPO и андеррайтерах, участвовавших в проектах российских эмитентов, см. Приложение 2 и 3 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-41)
42. Об аудиторах при проведении IPO см. Приложение 4 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-42)
43. «Роль инвестиционного банка в организации публичного размещения акций (IPO)» - материалы доклада ОФГ. //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-43)
44. Гулькин П.Г., Теребынькина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO /СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. [↑](#footnote-ref-44)
45. По материалам, опубликованным в газете «Ведомости» в 2002-2005 гг. [↑](#footnote-ref-45)
46. В данном случае имеется в виду государственная регистрация выпуска акций согласно российскому законодательству, в отношении выпуска акций, размещаемых на российских фондовых биржах. [↑](#footnote-ref-46)
47. См. приказ ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н "Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-47)
48. См. приказ ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н "Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг" и приказ ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н "Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-48)
49. Подробнее о процедуре эмиссии акций согласно российскому законодательству – см. Приложение 6 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-49)
50. Гулькин П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO) /СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. [↑](#footnote-ref-50)
51. Подробнее см. Приложение 6 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-51)
52. Подробнее об изменениях в законодательстве см. Приложение 5 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-52)
53. См. приказ ФСФР от 12 января 2006 г. №  06-4/пз-н "О внесении изменений в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 15.12.2004 N№ 04-1245/пз-н". [↑](#footnote-ref-53)
54. См. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг". [↑](#footnote-ref-54)
55. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». //Консультант, 2005, № 7. - с. 54. [↑](#footnote-ref-55)
56. См. Приложение 1 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-56)
57. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». //Консультант, 2005, № 7. - с. 54. [↑](#footnote-ref-57)
58. Материалы IPO Форума: сравнительный анализ условий листинга российских акций на зарубежных биржах.// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-58)
59. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». //Консультант, 2005, № 7. - с. 55. [↑](#footnote-ref-59)
60. «NASDAQ - Лучший рынок для компаний, лучший рынок для акционеров» - материалы доклада.// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-60)
61. Ведомости, 28.11.05, № 223 (1504). [↑](#footnote-ref-61)
62. Безлепкин А. «Только для русских». //Профиль, 2006, № 8 (470). [↑](#footnote-ref-62)
63. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». // Консультант, 2005, № 7. - с. 57. [↑](#footnote-ref-63)
64. Лукашов А. «IPO на зарубежных биржах». // Консультант, 2005, № 7. - с. 55. [↑](#footnote-ref-64)
65. По материалам журнала «Рынок ценных бумаг», № 12 (291)2005, с.5. [↑](#footnote-ref-65)
66. Иорданский П. «Российский ритейл уходит в IPO».// Биржевое обозрение, 2005, № 7 (21). - с.16-17. [↑](#footnote-ref-66)
67. Там же. [↑](#footnote-ref-67)
68. Петров В. «О кандидатах на IPO на российском рынке».// Биржевое обозрение, № 9 (23) 2005, с.24. [↑](#footnote-ref-68)
69. Одинцова А. «Прогноз развития рынка IPO».// Биржевое обозрение, 2005, № 9 (23). - с.22-23. [↑](#footnote-ref-69)
70. Информация поданным ММВБ: www.micex.ru. [↑](#footnote-ref-70)
71. Информационное агентство **«**Коммерсантъ-Daily», 24.01.2006, www.kommersant.ru. [↑](#footnote-ref-71)
72. Панов А. Ведомости, 07.03.2006, №39 (1566). [↑](#footnote-ref-72)
73. Подробнее об изменениях в российском законодательстве, направленных на развитие рынка IPO в России – см. Приложение 5 к настоящей работе. [↑](#footnote-ref-73)
74. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. /Альпина паблишер, Москва, 2002. С. 422. [↑](#footnote-ref-74)
75. Там же. [↑](#footnote-ref-75)
76. «IPO на российском рынке и роль бирж в их проведении» - по материалам доклада Зам. Генерального директора ММВБ В. С. Петрова. //Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года. [↑](#footnote-ref-76)
77. По данным проекта Mergers&Acquisitions in Russia: [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru), по данным публикаций в газете «Ведомости», а также по материалам публикации Савицкого В.В. «Первые выводы о первичном размещении акций российских эмитентов на внутреннем биржевом рынке» с сайта http://www.gaap.ru. [↑](#footnote-ref-77)
78. По данным проекта Mergers&Acquisitions in Russia: www.mergers.ru. [↑](#footnote-ref-78)
79. По данным проекта Mergers&Acquisitions in Russia: www.mergers.ru. [↑](#footnote-ref-79)
80. По данным проекта Mergers&Acquisitions in Russia: www.mergers.ru. [↑](#footnote-ref-80)
81. Процедура соответствует положениям Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", Федерального закона от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ "Об акционерных обществах", Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утв. Приказом ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н, Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утв. Приказом ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н. [↑](#footnote-ref-81)