

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ»
ИНСТИТУТ МАГИСТЕРСКОЙ ПОДГОТОВКИ
КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»

«Допускаю к защите»

(Зав. кафедрой Б.Б. Рубцов)

Скрябин Павел Вадимович

**«Привлечение инвестиций на основе
выхода компании на рынки акций и депозитарных расписок
индустриальных стран»**

Диссертация на соискание степени магистра по направлению 521600
«Экономика», магистерская программа «Рынок ценных бумаг и
биржевое дело»

Научный руководитель: Сизов Юрий Сергеевич, д. э. н.

Москва - 2008 г.

Содержание

Введение	3
Глава I. Первичное публичное размещение акций как один из эффективных способов привлечения инвестиций на основе выхода компании на рынки акций и депозитарных расписок индустриальных стран.....	6
§ 1.1. IPO как источник привлечения западного капитала	6
§ 1.2. Международные торговые площадки в структуре процесса привлечения инвестиций	30
Глава II. Альтернативные механизмы и методы привлечения западных инвестиций российскими компаниями	43
§ 2.1. Депозитарные расписки как основной финансовый инструмент, используемый российскими компаниями для привлечения иностранных инвестиций	43
§ 2.2. Привлечение иностранных инвестиций с помощью организации выхода компании на фондовый рынок методом обратного поглощения	57
Глава III. Рекомендации российским компаниям-эмитентам в проведении процесса привлечения инвестиций на международных торговых площадках индустриальных стран	70
§ 3.1. Due Diligence как необходимая и неотъемлемая составляющая процесса привлечения инвестиций.....	70
§ 3.2. Рекомендации различным компаниям при выборе инструментов и торговой площадки для привлечения инвестиций	79
Заключение.....	89
Список используемой литературы	92
Приложение 1	95
Приложение 2	96
Приложение 3	97
Приложение 4	99
Приложение 5	100
Приложение 6	101
Приложение 7	102
Приложение 8	104
Приложение 9	105
Приложение 10	106

Введение

В условиях стремительного подъема экономики Российской Федерации основной целью многих отечественных компаний является устойчивое, динамичное развитие, которое очень сложно поддерживать только с помощью средств, зарабатываемых самой компанией. В связи с этим широкое распространение среди отечественных компаний получили различные способы привлечения внешнего акционерного или заемного капитала. При этом возможности частных компаний в привлечении дополнительного капитала, безусловно, ограничены по сравнению с возможностями публичных, а потому все больше отечественных частных компаний ставят перед собой цель стать публичными.

В данных условиях развивающиеся российские компании начинают все больше и чаще использовать западный фондовый рынок как инструмент привлечения дополнительного капитала. В большинстве случаев отечественные компании получают публичный статус посредством прохождения процедуры первичного публичного размещения акций или депозитарных расписок на рынках индустриальных стран. Первичное размещение требует высоких финансовых затрат, занимает достаточно много времени, часто требует от компании реструктуризации ее бизнеса, введения процедур корпоративного управления, а также предъявляет строгие требования к предоставлению отчетности и раскрытию информации о собственниках. Эти и другие трудности привели к появлению альтернативных способов выхода на западные торговые площадки, одним из которых является механизм обратного поглощения.

Основной целью данной работы является анализ и теоретическое обоснование положительных и отрицательных моментов использования того или иного метода, а также анализа существующей практики выхода отечественных компаний на западные торговые площадки.

Реализация цели, поставленной в данной работе, обусловила решение следующих задач:

- раскрыть сущность и механизм осуществления IPO как основного метода привлечения западных инвестиций;
- рассмотреть основные торговые площадки, используемые российскими компаниями для проведения IPO, и определить достоинства и недостатки каждой из них;
- рассмотреть финансовые инструменты, используемые отечественными компаниями при проведении IPO-депозитарные расписки;
- провести анализ и теоретическое обоснование альтернативного метода привлечения капитала - метода обратного поглощения;
- определить основные достоинства и недостатки как основного, так и альтернативного методов привлечения инвестиций;
- провести анализ практики и дать теоретические рекомендации российским компаниям при выборе инструментов и торговой площадки для привлечения инвестиций.

Цели и задачи, поставленные в данной работе, обуславливают ее структуру.

Во введении обосновывается актуальность темы работы, обозначены цель и задачи исследования, определяются методологические и теоретические основы.

В первой главе проводится теоретическое обоснование процедуры привлечения иностранного капитала путем первичного публичного размещения. В данной главе раскрывается понятие IPO (Initial Public Offering), определяются достоинства и недостатки данного метода, рассматривается поэтапная структура и инфраструктура процесса IPO.

Также в данной главе рассматриваются основные международные торговые площадки, используемые российскими эмитентами для проведения IPO. Раскрываются требования листинга, корпоративного управления и проводится сравнительная характеристика торговых площадок.

Во второй главе представлен анализ альтернативных методов и финансовых инструментов привлечения инвестиций на зарубежных торговых площадках, а также дается анализ их использования российскими компаниями-эмитентами.

Третья глава представлена рассмотрением процедуры Due Diligence, как необходимой и неотъемлемой составляющей процесса привлечения инвестиций. Проводится критический анализ практики привлечения инвестиций российскими компаниями, дается ряд рекомендаций и предложений в области приоритетов использования различных методов получения публичного статуса для финансирования деятельности российских компаний-эмитентов.

Во всех главах данной работы анализируется и раскрывается российская практика выхода на международные торговые площадки, в качестве примеров приводятся конкретные и статистические данные, а также рейтинговые исследования. Для объективного восприятия информации в приложениях, а также в содержании глав приводятся иллюстрации в виде схем, диаграмм, графиков, таблиц.

В заключении приводятся основные выводы, полученные в ходе исследования, и предложения по их практической реализации.

Для выполнения поставленных задач при написании работы анализировались основные нормативно-правовые акты Российской Федерации о ценных бумагах и фондовом рынке, аналитические и статистические публикации, монографии, статьи из периодических изданий, касающиеся методов привлечения инвестиций отечественными компаниями.

Глава I. Первичное публичное размещение акций как один из эффективных способов привлечения инвестиций на основе выхода компании на рынки акций и депозитарных расписок индустриальных стран

§ 1.1. IPO как источник привлечения западного капитала

Одним из наиболее эффективных способов привлечения иностранных инвестиций является вывод предприятий на мировой фондовый рынок с последующим финансированием в форме дополнительных эмиссий их акций (IPO).

На западе размещение акций на фондовой бирже уже давно является одним из основных инструментов финансирования дальнейшего развития компании. Привлечение финансовых средств в ходе IPO позволяет приобрести компании необходимые для расширения активы, которые компания не может купить за собственные средства и на приобретения которых считает невыгодным брать кредит.

Российский рынок первичных размещений растет стремительными темпами, с каждым годом российские компании все чаще прибегают к IPO для получения дополнительного финансирования и повышения авторитета в западных деловых кругах.

По данным Инвестиционной Компании «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент», объем IPO российских эмитентов за последние 11 лет демонстрирует четкую восходящую тенденцию, начиная с 2002 г., когда было размещено акций на сумму \$213 млн. до 2007 г., собравшего \$23.5 - \$23.6 млрд. Если учитывать допэмиссии акций (то есть размещение акций на уже котирующихся их биржах, например, IPO Сбербанка), то в минувшем году объем размещенных средств превысил \$30 млрд.

Большинство ведущих российских компаний, спеша воспользоваться благоприятной конъюнктурой на мировых фондовых рынках, а также избежать политических рисков, связанных с выбором президента РФ, уже

разместились на отечественных или зарубежных площадках. В связи с нестабильной ситуацией на фондовых рынках, отягощаемой нарастающим ипотечным кризисом США, в этом году число желающих предложить свои акции широкому кругу инвесторов значительно сократилось.

Кроме того, ожидается резкое снижение отношения объема привлеченного капитала на компанию. Ранее этот показатель демонстрировал уверенный рост – если в 2004 г. на каждое российское IPO приходилось не более \$100 млн., то в 2007 г. средняя разместившаяся компания смогла получить более \$1 млрд. В этом году выход на биржу планируют преимущественно небольшие компании, и, по предварительным расчетам, среднее IPO принесет не более \$700 млн.

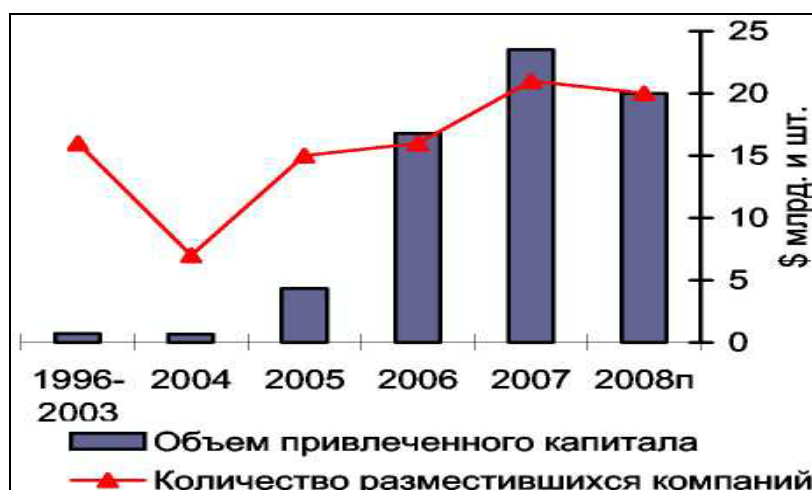


Диаграмма 1.1.1. Динамика совокупного объема IPO российских эмитентов¹

Говоря об IPO, необходимо отметить, что данный способ открывает путь к более дешевым источникам капитала за счет повышения уровня публичности компании и позволяет снизить стоимость привлеченного финансирования. Кроме того, IPO способствует оптимизации структуры капитала и получению более эффективного доступа к западным рынкам капитала, а также открывает новые возможности для развития бизнеса и консолидации рынка.

¹ Рябов Е. Тенденции и перспективы российского IPO//отраслевой обзор март 2008 г. ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент, www.zerich.ru

Для многих отечественных компаний выход на международный фондовый рынок посредством IPO является приоритетным требованием акционеров, которые стремятся таким образом увеличить прибыль и диверсифицировать риски, связанные с продажей своих акций.

В силу различных требований к публичным компаниям таких, как раскрытие информации об акционерах, прозрачная структура, высокие темпы роста и успешная кредитная история, рассматривать IPO, как способ привлечения средств, в ближайшее время смогут лишь крупнейшие отечественные компании из различных отраслей, преимущественно сырьевые и телекоммуникационные. Остальным потребуется чуть больше времени, чтобы стать публичной компанией.

Д.э.н., профессор Миркин Я.М. дает следующее определение IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное размещение акций – это эффективный механизм привлечения на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов финансирования.

По мнению автора, IPO осуществляется при завершении венчурной стадии финансирования, после того, как компания выжила, создала продуктовые линии, завоевала минимальную рыночную нишу, создала базовое производство и перешла к стадии быстрого расширения бизнеса.²

IPO проводится на первичном рынке ценных бумаг – рынке первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное распределение среди инвесторов.

В российском законодательстве под публичным размещением понимается 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

² Миркин Я.М. Лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско – дилерских компаний – инвестиционных банков // Москва, 2007 г.

³ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ

Необходимо отметить, что IPO может служить источником привлечения денежных средств не только в компании, но и в экономику государства в целом, безусловно, это способствует улучшению инвестиционного климата страны.

В зависимости от целей и предпосылок размещения компании выбирают различные механизмы IPO - выпуск ADR, GDR или посредством «REVERSE TAKEOVER» (Обратного поглощения), размещение на LSE и на NYSE. При этом **основными критериями при выборе площадки и механизма для размещения выступают:**

- цена размещения/потенциал роста котировок;
- целевая группа инвесторов (российские/иностраные, стратегические/институциональные/спекулятивные/фонды и т. д.);
- размеры компании;
- активность торгов/ликвидность акций;
- требования по раскрытию информации в ходе и после размещения и уровень ответственности менеджмента за организацию данного процесса;
- сроки реализации проекта;
- затраты, связанные с тем или иным механизмом размещения;
- традиционные рынки, на которых котируются компании отрасли;
- имиджевые эффекты.

Говоря о выводе компании на международный фондовый рынок, следует рассматривать как положительные, так и отрицательные стороны этого процесса.

По мнению Миркина Я.М., к преимуществам следует относить следующие факторы:

- Получение значительных денежных ресурсов с временным горизонтом свыше одного года. Это создает возможности для осуществления капиталоемких инвестиций эмитента в расширение производства, в увеличение его операционной способности в сфере оптовой и розничной торговли, в развитие экспортного потенциала и т.п.;

- Диверсификация источников финансирования;
- IPO/облигационный заем – альтернатива банковскому кредиту. Эмитента финансирует весь рынок. Выпуск ценных бумаг снижает зависимость эмитента от конкретных банков. Меньшими становятся зависимость от мнения индивидуального кредитора об эмитенте (часто необъективного и не основанного на всей необходимой информации), а также – концентрация рисков на одном кредиторе. Возникновение такого альтернативного источника привлечения средств может обеспечить более привлекательные условия банковского кредитования;
- Возникновение истории компании на публичном финансовом рынке. Более полное раскрытие информации о рисках предприятия. Лучшее понимание инвесторами/кредиторами эмитента и его рисков. Лучшая узнаваемость компании и, соответственно, расширение доступа к заемному капиталу, рост операционной способности предприятия привлекать денежные ресурсы на иных сегментах финансового рынка, меньшие издержки на получение доступа к заемным денежным ресурсам;
- IPO – выпуск обыкновенных акций, не связанный с фиксированными обязательствами;
- Приобретение биржевой истории и биржевой репутации. В дальнейшем – более высокая капитализация акций и депозитарных расписок, способность эмитента предоставить инвесторам – в зависимости от их инвестиционных целей – вместо разовых финансовых продуктов свою законченную продуктовую линию (от долговых инструментов – акций и коммерческих бумаг в вексельной форме – к обыкновенным и привилегированным акциям, депозитарным распискам и, далее, к производным инструментам, базисом которых являются первичные ценные бумаги эмитента);
- Более широкие возможности финансового конструирования, переход эмитента к проектированию серий финансовых продуктов с условиями,

изменяющимися в зависимости от состояния рынка, и продуктовых линий. В частности, использование конвертируемых ценных бумаг;

- Публичное раскрытие информации и обращение на рынке ценных бумаг создает для предприятия национальный канал маркетинга компании и ее торговых марок;

- Повышение инвестиционной привлекательности предприятия – эмитента в связи с возникновением внешнего мониторинга, осуществляемого со стороны рынка. Инвесторы как лица, заинтересованные в возвратности вложенных средств, будут стремиться реагировать – в пределах собственных возможностей – на результаты деятельности предприятия – эмитента. Повышение рисков – в ощущениях инвесторов – будет неизбежно сопровождаться продажами акций, падением их курсов, ростом издержек на привлечение капитала, ухудшением ликвидности финансовых продуктов, выпускаемых эмитентом. Соответственно, возникает «контроль» рынка за действиями менеджмента, побуждающий его к более взвешенным решениям, направленным на поддержание позитивного мнения рынка об экономике и финансах предприятия.

К недостаткам Миркин Я.М. относит следующее:

- Возникновение проблемы разводнения капитала;
- Обязательное требование к публичному раскрытию информации об эмитенте, с одной стороны, делает предприятие информационно более открытым (в том числе и для конкурентов), снижает его риски, а с другой – требует дополнительных затрат, связанных с раскрытием информации;

- IPO/облигационные займы несут более высокие регулятивные издержки в сравнении с другими финансовыми инструментами (государственная регистрация выпусков, более тяжелая налоговая нагрузка, обязательное раскрытие информации);

- Затраты эмитента складываются не только из дивидендов по акциям, но и из дополнительных издержек, связанных с подготовкой, размещением и обслуживанием выпуска, финансовым посредничеством;

- IPO обычно связано с более высокими расходами на финансовое посредничество в сравнении с уровнем, обусловленным величиной рисков, лежащих на эмитенте (плата за «вход на рынок» эмитента, который является относительно неизвестным, чьи финансовые инструменты не имеют биржевой истории);

- Более длительный срок на подготовку привлечения капитала – в сравнении с индивидуальными кредитными сделками (что, в частности, связано с прохождением процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг, раскрытия информации по ним, предварительной работы с потенциальными инвесторами, подготовки первичного размещения на организованном рынке).⁴

В общем и целом IPO направленно на решение таких задач, как:

- Привлечение финансовых ресурсов;
- Выход на западный рынок капитала;
- Создание положительной репутации компании;
- Реклама компании на внешнем и внутреннем рынках;

Однако, для успешной реализации задач, стоящих перед IPO, сами эмитенты должны удовлетворить следующие общие требования:

- Показывать устойчивый рост финансовых показателей (оборота, активов) и увеличивать свою долю рынка;
- Иметь размер активов и/или годового оборота не менее \$5-\$10 млн., а оптимально, начиная от \$25 млн.;
- Иметь финансовые отчеты IAS или GAAP вместе с аудиторским заключением за последний календарный год;
- Осуществлять деятельность в привлекательных для аналитиков и инвесторов секторах экономики, а для высокотехнологичных компаний - обладать экспертно подтвержденным «ноу-хау»;

⁴ Миркин Я.М. Лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско – дилерских компаний – инвестиционных банков // Москва, 2007 г.

- Иметь достаточно ликвидный баланс и не быть чрезмерно обременённой кредиторской задолженностью;
- Иметь квалифицированный менеджмент, обладающий долгосрочным видением стратегии развития бизнеса.

Прибегая к IPO, компания может привлекать акционерное финансирование, используя также такие основные механизмы, как частное и публичное размещение.

Так, частное размещение, предполагает, что выпущенные акции будут ограничены 2 года, то есть не смогут продаваться неквалифицированным (частным, средним и мелким) инвесторам в течение этого периода. Некоторые из ограничений снимаются по истечении первого года. При этом каждый отдельный держатель ограниченных акций имеет право продавать до 1% их общего объема в квартал. Акции в данном случае оцениваются с 30-35% дисконтом по отношению к среднеквартальной цене, предшествующей привлечению финансирования.

При публичном размещении компания способна выпускать свободные от ограничений акции, свободно торгующиеся на рынке ценных бумаг. Цена акций устанавливается с 7%-10% дисконтом к среднеквартальной цене на дату финансирования. Чем лучше ликвидность и финансовые показатели компании, тем меньше дисконт по размещаемым акциям. Для повышения объема финансирования при минимальном размывании пакета изначальных владельцев необходимо увеличить котировки и ликвидность акций. Для этого на протяжении нескольких кварталов, предшествующих размещению, компания должна распространять информацию о себе среди максимального количества инвесторов, что стимулирует рыночный спрос, а соответственно, ликвидность и рост котировок на фондовом рынке.

Прежде чем подойти к рассмотрению процесса проведения IPO, следует рассмотреть его инфраструктуру и охарактеризовать всех его участников:

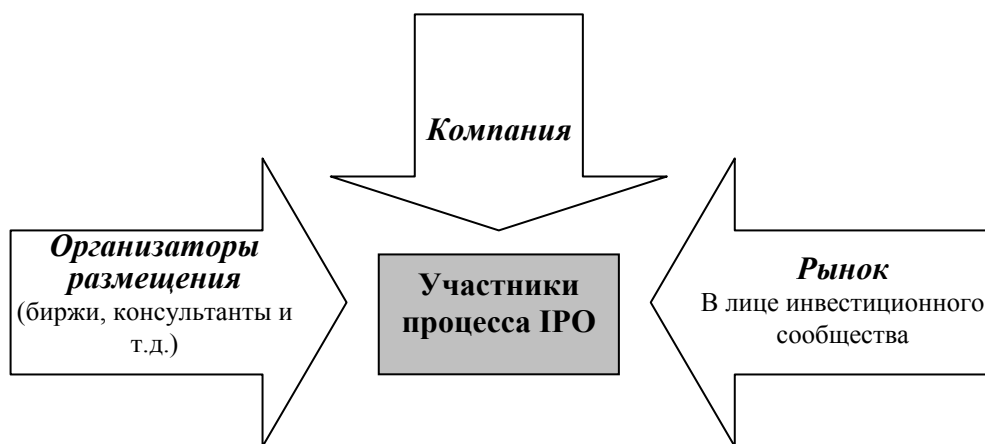


Схема 1.1.2. Участники процесса IPO⁵

1. Компания. Со стороны компании активное участие в принятии решения осуществления IPO и процессе размещения осуществляют следующие лица:

- акционеры компании (владельцы бизнеса);
- топ-менеджеры, на которых ложится основная нагрузка по реализации желания акционеров;
- различные службы, которые в той или иной степени будут задействованы в подготовке компании к выходу на публичный рынок (финансовый и юридический департамент, инвестиционный отдел, бухгалтерия, PR- и IR-службы).

2. Организаторы размещения. В эту группу включаются собственно организаторы, андеррайтеры, финансовые и юридические консультанты, аудиторы, биржи, соменеджеры, букраннеры, PR-агентства, т. е. лица, от которых и будет зависеть успешность IPO. Остановимся более подробно на рассмотрении данной группы участников.

Для того, чтобы составить четкое представление об организаторе выпуска, следует дать его определение, назвать его функции при организации и координации всего процесса размещения акций на бирже.

Организатор выпуска акций - профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо

⁵ Гвардин С.В. «IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний» //Москва: Вершина, 2007 г.

только брокерской деятельности, который оказывает услуги по организации выпуска ценных бумаг, выполняя существенную часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещении выпуска ценных бумаг.

Со - организатор выпуска акций – профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности, который оказывает услуги организации выпуска ценных бумаг, выполняя при координации со стороны ведущего андеррайтера и/ или организатора выпуска значимую часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещения выпуска ценных бумаг.⁶

Функции организатора выпуска акций:

- Разрабатывает план проекта и схему IPO;
- Осуществляет координацию проекта;
- Осуществляет комплексную оценку бизнеса, финансового состояния эмитента (due diligence), а также проводит экспертизу бизнес-плана;
- Взаимодействует с инвесторами и биржами, депозитариями, ФСФР и другими государственными органами;
- Составляет книгу заявок, прайсинг;
- Проводит road-show;
- Осуществляет андеррайтинг;
- Осуществляет поддержание котировок и ликвидности акций на рынке.

Как показывает практика, функции организатора достаточно обширны. Он также занимается аналитическими исследованиями рынка, строит финансовую модель компании по результатам оценки ее бизнеса и рыночной конъюнктуры. На основе полученных данных рассчитывает стоимость компании и устанавливает оптимальную цену акций при размещении. Готовит совместно с эмитентом пакет эмиссионных документов, презентации

⁶ Миркин Я.М. Лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско – дилерских компаний – инвестиционных банков// Москва, 2007.

для инвесторов, проводит маркетинговую кампанию, собирает от инвесторов заявки и распределяет среди них акции.

В одиночку с этим кругом задач зачастую не может справиться даже крупная финансовая структура, поэтому во многих случаях организаторские функции распределяют между собой несколько инвестиционных банков. Они образуют **эмиссионный синдикат** - временное объединение профессиональных участников для определения размеров и условий участия каждого из участников синдиката в размещении выпуска ценных бумаг. Эмиссионный синдикат возглавляется ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката). Следует отметить, что эмиссионный синдикат создается на время подготовки и размещения выпуска акций и распускается сразу после завершения IPO.

Таким образом, осуществляется определенное распределение ролей между участниками синдиката организаторов. Это позволяет максимально эффективно использовать ресурс каждого из них и дает положительный результат от размещения акций компании.

Исходя из функций организатора выпуска, следует достаточно серьезно подойти к процессу его отбора. Для этого рассмотрим критерии при выборе организатора IPO:

- Наличие собственного пула инвесторов, которые могут быть заинтересованы в размещаемых акциях. Этот показатель наиболее важен для компании, потому как позволяет в значительной степени гарантировать определенный объем размещения.
- Опыт предыдущих IPO, при его наличии. В какой области и в каком секторе рынка показал себя наиболее эффективно.
- Стоимость размещения. Немаловажным фактором при выборе организатора является заявленная стоимость IPO.
- Наличие наработанных связей с торговыми площадками. Это позволяет избежать ненужных трат и позволит более взвешенно подойти к выбору

площадки размещения, определению ее положительных и отрицательных сторон.

- Наличие у претендента квалифицированного (мощного) аналитического, юридического, информационного ресурса. Это позволит всесторонне и адекватно оценить компанию, ее перспективы, определить ценовой коридор размещения.

На сегодняшний день по данным информационно-аналитического проекта «Публичные и Частные размещения акций» (Offerings.ru), лидирующие позиции в рейтингах организаторов IPO занимают такие компании, как Deutsche Bank, Ренессанс Капитал, Morgan Stanley (Приложение 1, Табл.1).

Рассмотрим еще одного участника IPO – *Андеррайтера*, а также покажем, какие функции он выполняет и как подойти к его выбору.

В российском законодательстве не дано четкого определения андеррайтинга и андеррайтера. Их деятельность также не урегулирована законодательством.

В п. 3.2. Постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11.10.99 г. № 9 «Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» вскользь упоминается, что профессиональный участник, осуществляя брокерскую деятельность на рынке ценных бумаг, выступает андеррайтером при размещении эмиссионных ценных бумаг.⁷

В значении, принятом на фондовом рынке, *Андеррайтер* – финансовый посредник (инвестиционный банк, универсальный коммерческий банк) или их группа, обслуживающая и гарантирующая первичное размещение ценных бумаг, осуществляющая их покупку для последующей перепродажи частным

⁷ Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11.10.99 г. № 9 «Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации»

инвесторам. В этом качестве он принимает на себя риски, связанные с не размещением ценных бумаг.⁸

Ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката) - инвестиционный банк, отвечающий за установление цены предложения IPO и выделение долей акций другим членам консорциума. Также называется ведущим менеджером.⁹

Соведущий андеррайтер (соменеджер) - андеррайтер, оказывающий содействие ведущему андеррайтеру, по степени важности, располагающийся вслед за ведущим менеджером. Имеет совещательный голос.¹⁰

Основные функции андеррайтера в синдикате разделяются на функции ведущего и соведущего.

К функции ведущего андеррайтера относят:

- Осуществляет организацию и управление синдиката андеррайтеров;
- Осуществляет распределение акций среди андеррайтеров синдиката;
- Принимает (по договоренности) риски размещения акций эмитента посредством покупки акций у эмитента и распределения их среди сторонних инвесторов;

- Осуществляет контроль за процессом размещения;

- Тесно взаимодействует с эмитентом.

Соведущий андеррайтер выполняет следующие функции:

- Оказывает содействие ведущему андеррайтеру в распределении предложенных акций;

- Имеет совещательный голос;

Следует отметить, что первоначальной функцией андеррайтера является проведение **андеррайтинга** – это покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике.

Формами андеррайтинга являются:

⁸ Миркин Я.М. Лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско – дилерских компаний – инвестиционных банков// Москва, 2007.

⁹ Гвардин С.В. «IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний» /Москва: Вершина, 2007

¹⁰ Финансовая компания «Про Финанс Групп»//Словарь терминов и понятий IPO, www.pfgroup.ru

▪ Андеррайтинг на базе лучших усилий - размещение акций андеррайтером, которое не сопровождается принятием обязательств:

- по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг;
- по выставлению от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых ценных бумаг.

▪ Андеррайтинг на основе твердых (фиксированных обязательств) - размещение акций андеррайтером, которое сопровождается принятием обязательств:

- по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг;
- по выставлению от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых ценных бумаг на согласованных с эмитентом условиях (по количеству и цене, месту и времени выставления заявок).

К критериям при выборе ведущего андеррайтера относятся:

▪ Опыт и способность андеррайтера разместить эмиссию. Также, как и при выборе организатора, компании прежде всего следует обратить внимание на опыт претендента, его квалификацию в области организации размещения эмиссий корпоративных ценных бумаг, наличие региональной, национальной или международной клиентской базы.

▪ Финансовые условия кандидата в андеррайтеры. Вторым немаловажным показателем при выборе андеррайтера, на который компании следует обратить внимание, является стоимость его услуг. Вознаграждение андеррайтера устанавливается в процентах от стоимости одной акции, а также может включать фиксированную часть и опцион на приобретение у основных акционеров или самой компании пакета акций сверх размещенного в ходе IPO по цене размещения. Обычно вознаграждение андеррайтера составляет 5-6 % от объема привлеченных средств. Наиболее крупные эмитенты могут договориться о более выгодных условиях, на уровне 4 %.

▪ Аналитическая поддержка. Третьим критерием при выборе является наличие в структуре андеррайтера хорошего аналитического отдела в отрасли, которую представляет компания.

Рейтинг андеррайтеров по итогам 2007 года приведен в Приложении 2, (Табл. 2).

В рамках группы организаторов следует отметить еще одних участников процесса IPO - *внешних консультантов: финансовых и юридических*, т.к. их роль в подготовке и проведении IPO достаточно высока.

Финансовый консультант – профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий определенный статус, установленный российским законодательством о рынке ценных бумаг и предполагающий выполнение следующих функций:

- подготовка проспекта ценных бумаг;
- проверка достоверности сведений, указываемых в проспекте ценных бумаг и отчете об итогах выпуска;
- подписание проспекта ценных бумаг и отчета об итогах выпуска в качестве финансового консультанта;
- сопровождение процедур государственной регистрации;
- контроль за размещением ценных бумаг;
- мониторинг надлежащего и своевременного раскрытия информации.

Следует отметить, что обязанности финансовых консультантов могут как расширяться, так и сокращаться в зависимости от наличия специалистов, аналитической базы и опыта в проведении таких мероприятий.

К внешним консультантам, в частности, финансовым предъявляются достаточно высокие требования. Это обусловлено тем, что их целью является не только подготовка всех формально необходимых документов, но и повышение стоимости компании, которая преобразуется в публичную. В связи с этим при выборе финансовых консультантов следует обратить внимание на:

- наличие опыта в проведении и подготовке выпусков корпоративных ценных бумаг;
- уровень компетенции сотрудников, наличие у них знаний специфики компании, отрасли, в которой она функционирует;

- спектр услуг, оказываемых финансовым и юридическим консультантом;

- стоимость услуг;

- отзывы других компаний в отношении качества и скорости выполняемой работы и др.

В рамках проведения IPO к основной функции *юридических консультантов* относится обязанность по документальному оформлению всех изменений, реструктуризации, выдачи заключений, подготовки документов. В целом функции перечисленных консультантов можно выделять в зависимости от получателя консультаций.

В объеме консультации компании-эмитента к их функциям относятся:

- составление и экспертиза проспекта акций;

- составление информационного меморандума;

- экспертиза договорной базы;

- экспертиза прочей документации (включая контракты, уставы и т. п.);

- выдача правовых заключений;

- разработка принципов освещения размещения в средствах массовой информации.

В объеме консультации организатора (лид-менеджера) юридический консультант выполняет следующие функции:

- экспертиза проспекта акций и информационного меморандума;

- подготовка меморандума по структуре сделки;

- проведение юридического due diligence;

- подготовка договорной базы;

- экспертиза прочей документации;

- выдача правовых заключений.

Подводя итог обзору внешних консультантов, как участников IPO, следует заметить, что внешние консультанты помогают компаниям-эмитентам при подготовке и проведения IPO обрести все необходимые

качества, соответствующие принятым в мире стандартам, намного быстрее и эффективней, чем это сделала бы сама компания. Поэтому расходы на привлечение внешних консультантов, как финансовых, так и юридических (их услуги за рубежом могут стоить от \$2 млн. до \$5 млн.) вполне оправданы.

Существенную роль в проведении IPO играют и такие участники этого процесса, как *Аудиторы*. Их важная роль обусловлена тем, что аудиторы выступают гарантами достоверности предоставленной эмитентом финансовой и бухгалтерской информации. Своим заключением аудитор подтверждает те цифры, которые предоставляются компаниями для инвесторов. Для инвестора заключение аудитора является основополагающим источником получения информации об эмитенте, о его финансовом состоянии. Поэтому репутация для аудиторов имеет важное значение.

К основным обязанностям аудиторов при IPO можно отнести следующие:

- *Формирование краткого отчета по финансовой отчетности компании. В рамках этого отчета используются установленные законодательством требования для формирования проекта отчета.*

- *Формирование детального отчета (проспекта эмиссии), содержание которого обычно включает:*

- историю;
- характер деятельности;
- конкурентную среду;
- swot-анализ;
- пояснение тенденций в P&L;
- разъяснения по активам и обязательствам;
- раскрытие информации по текущей деятельности;
- описание системы и политики бухгалтерского учета;
- налогообложение и т.п.

К функциям аудиторов относятся:

- аудит финансовой отчетности;
- проверка промежуточной финансовой отчетности;
- проведение финансового due diligence;
- выпуск письма независимого аудитора;
- экспертиза и подписание проспекта акций и информационного меморандума.

Таким образом, привлечение аудитора является необходимым элементом подготовки компании к публичному размещению, он является неким промежуточным звеном между эмитентом и потенциальными инвесторами.

Помимо рассмотренных выше участников процесса IPO, в ходе подготовки и реализации выхода компании на публичный рынок могут быть задействованы в той или иной степени и другие структуры, такие как биржи, PR- агентства, букраннеры и прочие.

3. Рынок в лице инвестиционного сообщества также можно относить к самостоятельному участнику IPO. Следует четко понимать состояние и потребность рынка в объектах размещения, что позволит правильно сформировать почву для эффективного размещения.

Для более четкого представления о размещении акций на западной фондовой бирже, посредством проведения IPO, следует подробно рассмотреть каждый из его этапов.

На продолжительность этапов проведения IPO оказывают влияние различные факторы такие, как: *состояние рыночного спроса на данный актив, внутренняя подготовленность компании, выбор площадки (на каждой из площадок установлены специфические требования к компаниям), опыт управленческой команды и т.д.*

Специалисты разделяют процесс проведения IPO на три этапа: до размещения – подготовка компании к размещению, размещение акций на бирже, после размещения – деятельность во время обращения акций на бирже:

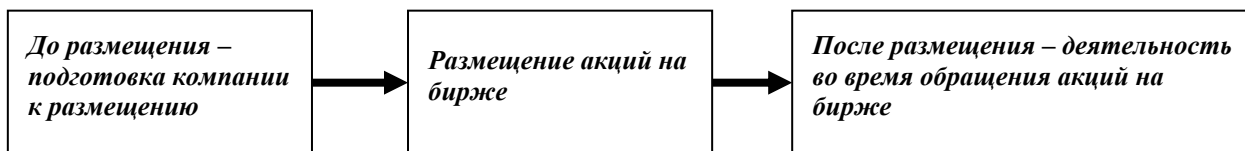


Схема 1.1.3. Основные этапы выхода компании на рынок IPO.

1 Этап. Подготовка компании к размещению.

Существенным условием успешной реализации данного этапа является разработка плана выхода компании на публичный рынок, включающего в себя ряд последовательных мероприятий:

- Принятие решения о выходе на биржу;
- Определение основных целей выхода компании на биржу;
- Формирование команды;
- Разработка концепции выхода компании на биржу;

Остановимся подробнее на каждом из них.

1. Принятие решения о выходе на биржу. Уполномоченный орган эмитента должен принять стратегическое решение о выходе компании на биржу и продаже части акций. Если компания имеет другую организационно-правовую форму, то необходимо преобразовать компанию в открытое акционерное общество (ОАО). Компания, которая намерена выпустить акции первичного размещения, должна начать действовать как открытая компания, по меньшей мере, за полтора-два года до планируемого выпуска IPO. Некоторые шаги, рекомендуемые экспертами, включают в себя подготовку подробных отчетов по итогам финансовой деятельности и разработку бизнес-плана компании.

2. Определение основных целей выхода компании на биржу.

Компании необходимо определиться с основными целями своего выхода на публичный рынок. Такими целями могут быть, например:

- привлечение финансирования для реализации крупных инвестиционных проектов;
- выход на зарубежные рынки посредством популяризации компании среди широкого круга инвесторов;

- продажа бизнеса и т. д.

Определение целей IPO будет способствовать и предварительным шагам компании по подготовке ее к открытому рынку.

3. Формирование команды. Конечно, компании следует сформировать команду, которая состояла бы из сотрудников компании и внешних консультантов (инвестиционного банка, финансового консультанта, юридической фирмы и пр.) для управления процессом размещения. Все члены команды составляют график IPO и распределяют обязанности между собой, которые могут включать решение следующих задач:

- финансовый консультант — создание инвестиционного ядра;
- юридический консультант — формирование прозрачной юридической структуры компании;
- аудитор — заверение финансовой отчетности компании по российским стандартам и стандартам МСФО;
- консультант по маркетингу — определение информационной политики компании, организация IR- и PR компаний (как правило, IR-агентства осуществляют реализацию информационного сопровождения проекта, поиск независимых директоров как в России, так и за рубежом, их ввод в состав совета директоров компании, формирование корпоративного управления для определения позиции рейтинга корпоративного управления и т. д., а PR-агентства — позиционирование и рекламу компании на рынках).

4. Разработка концепции выхода компании на биржу. В данной концепции формулируются основные цели и задачи выхода на биржу. Также в данной концепции необходимо определить внешние условия, необходимые для благоприятного выхода компании на публичный рынок, в частности, политические, правовые и общеэкономические предпосылки. Здесь также необходимо выработать стратегию взаимоотношений с возможным кругом покупателей, общественностью, а также со средствами массовой информации.

На данном этапе наряду с указанными мероприятиями следует решить ряд первоочередных задач таких, как формирование кредитной истории; осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты; выбор банка-андеррайтера; реализация премаркетинга; принятие советом директоров решения о выпуске и др. Подробное рассмотрение поставленных задач данного этапа и сроков их реализации дано в Приложении 3 (Табл. 3).

2 Этап. Размещение акций компании на бирже.

На втором этапе происходит непосредственное размещение акций на бирже. Надо отметить, что ценные бумаги попадают на биржу не автоматически, и далеко не все из них могут быть допущены на биржу. Процедура допуска ценных бумаг к торговле на бирже называется листингом. Во всех странах в соответствии с принятыми нормативными актами вопрос о допуске ценных бумаг на биржу решает сама биржа. И именно от биржи зависит, будут ли те или иные ценные бумаги продаваться на данной бирже. Если ценные бумаги какого-либо эмитента принимаются для продажи на бирже, значит, они приняты к котировке и включаются в котировочный список и именуются списочными или листинговыми.

Компания, желающая включить свои акции в биржевой список, подает на биржу заявку определенной формы и сообщает о себе довольно подробную информацию. Объем и характер этих сведений определяет сама биржа, поэтому требования к ценным бумагам на разных биржах могут быть различными. Ценные бумаги, не включенные в биржевой список на одной бирже, могут быть приняты другой биржей, где требования более мягкие.

Алгоритм прохождения листинга компании можно выстроить следующим образом:

- эмитент подает пакет документов в департамент листинга;
- департамент листинга проводит экспертизу поданных документов;
- департамента листинга выдает заключение о включении или об отказе включения ценных бумаг в заявленный котировальный список;
- котировальный комитет принимает решение о включении либо не

включении ценных бумаг в котировальный список;

- единоличный исполнительный орган утверждает изменения к списку ценных бумаг, допущенных к торгам;
- ФСФР уведомляется о внесении изменений в список ценных бумаг, которые допущены к торгам на бирже;
- уведомляется эмитент о включении его ценных бумаг в котировальный список;
- осуществляется раскрытие информации о включении ценных бумаг в котировальный список;
- осуществляются торги ценными бумагами эмитента.

Получение листинга на отечественных биржах для ряда российских компаний является отправной точкой для их дальнейшего выхода на международный рынок. Посредством таких механизмов на международные фондовые площадки вышли многочисленные отечественные компании такие, как ОАО «Ростелеком», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «Уралкалий», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «ОГК-2» и многие другие. На данный момент эти компании продолжают успешно торговаться не только в листинге крупнейших российских бирж, но и на многих торговых площадках Европы (включая Лондонскую и Франкфуртскую биржи), США (включая Нью-Йоркскую фондовую биржу и NASDAQ), что позволяет нам судить о том, что листинг на российских биржах является отличной стартовой площадкой.

Здесь необходимо еще раз отметить, что включение акций компании в котировальные списки фондовой биржи позволяет расширить круг потенциальных инвесторов. *Это происходит, в частности, за счет (на примере российских требований):*

- российских пенсионных фондов, так как управляющие компании могут инвестировать пенсионные накопления граждан РФ только в ценные бумаги, включенные в котировальный список А первого уровня;
- частных инвесторов, которые могут осуществлять маргинальные сделки только с ценными бумагами, включенными в любой из

котировальных списков;

- управляющих компаний, работающих с накопительно - ипотечной системой. Управляющие компании могут инвестировать накопления для жилищного обеспечения военнослужащих только в ценные бумаги, включенные в котировальный список А первого уровня;

- страховых компаний, которые могут размещать собственные средства, а также средства страховых резервов только в ценные бумаги, включенные в котировальный список А первого уровня;

- фондов обязательного страхования вкладов, средства которых могут быть размещены и/или инвестированы в ценные бумаги эмитентов, включенные в котировальный список А первого уровня;

- иностранных инвесторов. Возможен выпуск ADR, GDR на ценные бумаги, прошедшие листинг в России.

Помимо всего прочего, надежность инвестиций в компании, акции которых «вращаются» на биржах, значительно повышается для всех категорий инвесторов, и приводит к улучшению имиджа компании, что в итоге отражается на ликвидности ее ценных бумаг.

Не стоит забывать и о том, что расчет технического индекса фондовой биржи осуществляется по ценным бумагам, включенным в котировальные списки. Ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовой биржи, могут иметь признаваемую котировку и рыночную цену, которые используются в бухгалтерской отчетности для оценки стоимости чистых активов и при учете финансовых вложений.

3 Этап. Деятельность во время обращения акций на бирже.

Деятельность компании по поддержанию ликвидности обращения акций на бирже и взаимодействию с рынком является важным элементом в дальнейшем развитии компании, так как она уже стала публичной, и это накладывает на нее определенные обязательства.

На третьем этапе происходит:

- подготовка и утверждение советом директоров отчета об итогах выпуска,

публикация информации о существенном факте;

- регистрация отчета об итогах эмиссии в ФСФР;
- стабилизация (в течение 30 дней). Формирование окончательной цены на акции и определение прогнозных показателей в отношении интереса биржевого сообщества;
- организация вторичного обращения акций на бирже (в случае необходимости);
- регулярная работа с инвесторами. Она заключается в том, что постоянно подготавливается и публикуется отчетность; осуществляется поддержка корпоративного сайта; раскрываются существенные факты из жизни компании, организуются conference-calls между топ-менеджментом компании и инвестиционными аналитиками, выступления топ-менеджмента на международных форумах и дискуссионных площадках, встречи топ-менеджеров с крупными инвесторами, пресс-сопровождение деятельности компании.

В заключение стоит отметить, что при подготовке и реализации IPO следует разработать технику проведения сделок с учетом имеющейся инфраструктуры: способ депонирования денежных средств и ценных бумаг, способ проведения аукциона, возможность размещения на нескольких торговых площадках, возможность сочетания биржевого и внебиржевого размещения и т. д. Это позволит избежать лишних потерь времени.

Часто на западных рынках при размещении новых акций используются специальные механизмы стабилизации цены акций в начальный период вторичных торгов, и условия применения этих механизмов заранее оговариваются в соглашении об андеррайтинге и заранее объявляются инвесторам. Поэтому необходимо предусмотреть и учесть максимум различных нюансов для осуществления успешного размещения.

§ 1.2. Международные торговые площадки в структуре процесса привлечения инвестиций

На сегодняшний день для проведения первичного публичного размещения (IPO) российским компаниям доступны не только отечественные торговые площадки, но и зарубежные. Отечественные компании – эмитенты чаще всего выбирают между Нью-Йоркской (New York Stock Exchange) и Лондонской фондовыми биржами (London Stock Exchange), а также биржами континентальной Европы (Deutsche Borse и SWX) и площадкой Euronext. На данный момент не отмечено не одного случая размещения российскими компаниями на какой-либо азиатской бирже, что может измениться уже в ближайшее время.

Говоря о международных торговых площадках, следует подчеркнуть, что по сравнению с США, листинг на европейских биржах, в том числе на Лондонской, формально проще и дешевле. Несмотря на то, что первоначально многие крупные российские эмитенты, такие как ОАО «Вымпелком», ОАО «МТС», ОАО «Ростелеком», ОАО «Мечел», NASDAQ ОАО «Голден Телеком», выходили на Нью-Йоркскую биржу, то с 2005 года ситуация изменилась не в пользу американских торговых площадок. Российские компании-эмитенты стали отдавать предпочтение Лондонской фондовой (LSE-main) бирже и ее альтернативной площадке AIM (London Stock Exchange's Alternative Investment Market). Так, в 2006 году из 23 проведенных IPO 14 пришлось на долю Лондона и лишь одно досталось США (СТС-Медиа разместились на NASDAQ).

Учитывая выше изложенное, следует подробнее остановиться на характеристике основных западных бирж, которым отдают на сегодняшний день предпочтение отечественные компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange, NYSE Group) – ведущая мировая торговая площадка с совокупной капитализацией

\$22,6 трил. На бирже торгуются 2297 компаний, из них 1876 внутренние и 421 иностранные компании из 47 стран, в том числе и Российские¹¹.

Биржа основана 17 мая 1792 года, когда 24 Нью-Йоркских брокера, работавшие с финансовыми инструментами и заключавшие сделки, как и их лондонские коллеги, в кофейнях (самая известная кофейня «Тонтин»), подписали «Соглашение под платаном» (Buttonwood Agreement) о создании Нью-Йоркской фондовой биржи. С 1975 года New York Stock Exchange являлась некоммерческой корпорацией, принадлежащей своим 1366 индивидуальным членам (это число неизменно с 1953 г. вплоть до 2006 г). В тоже время, интересен тот факт, что состав членов NYSE мог изменяться, это связано с тем, что место в членстве могло продаваться, стоимость одного места доходила до \$3 млн. Ключевым в истории развития New York Stock Exchange стал 2006 год. Завершилась сделка по ее слиянию с электронной биржей Archipelago Holdings и впервые за всю свою историю биржа предложила акции инвесторам, став, таким образом, публичной организацией. Также в 2006 году было достигнуто соглашение о слиянии Нью-Йоркской фондовой биржи с европейской фондовой биржей Euronext.

Основной особенностью при проведении IPO на Нью-Йоркской фондовой бирже, как, собственно, на любой другой американской бирже, является соблюдение требований закона Сарбэйнса-Оксли, принятого в 2002 году и ставшего самым значимым нормативно-правовым актом в истории американского законодательства после законов 1933 и 1934-х годов. Данный закон предусматривает увеличение объема финансовой информации, подлежащей раскрытию, а также устанавливает личную ответственность (вплоть до уголовной) менеджмента за искажение финансовой информации компании-эмитента, а именно: руководителя и финансового директора, непосредственно заверяющих отчетность перед предоставлением ее в комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC). Теперь это не просто подробные отчеты, но и данные обо всех крупных сделках, не отраженных в

¹¹ Источник: www.world-exchanges.org

балансе предприятия, результаты и отчеты обо всех внутренних проверках и даже нормы корпоративной этики. Аудиторские компании, проверяющие отчетность, должны быть зарегистрированы в общественном совете по контролю за аудиторской деятельностью. Расходы компаний на соответствие этому закону измеряются миллионами, что существенно увеличивает стоимость размещения и негативно отражается при выборе торговой площадки.

Попробуем разобраться, что же представляют собой эти требования, какова процедура и затраты на проведение листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Иностранные компании могут зарегистрировать свои акции на биржах США или напрямую, посредством прямого листинга (direct listing), или же посредством депозитарных расписок, как американских (ADR), так и глобальных депозитарных расписок (GDR). Прохождение листинга посредством ADR, является приоритетным для большинства российских компаний. Для иностранных частных компаний- эмитентов на NYSE предлагается два стандарта листинга – международный и национальный. Оба показателя предъявляют определенные требования к акционерному капиталу, а также к финансовым показателям, которым компания-эмитент должна соответствовать.

Иностранная компания (в данном случае российская), которая хочет проводить листинг на NYSE, ***должна отвечать приведенным ниже критериям***¹².

- Размер и объем торгов. У компании не может быть менее 5 тыс. акционеров, во владении каждого из которых находится не менее ста акций.
- Количество акций в публичном обращении (public float). Наличие не менее 2,5 млн. акций, не принадлежащих инсайдерам компании или

¹² Лукашов А.В. Фондовые биржи в США и требования к листингу иностранных компаний на основных фондовых биржах США// Журнал «Управление корпоративными финансами», №5, 2004 г.

контролирующим компанию акционерам, членам их семей и другим концентрированным владельцам более 10% акций.

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

Компания также должна удовлетворять одному из следующих критериев:

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

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

- Рыночная капитализация 2. Стоимость всех акций фирмы, установленная котировкой на фондовой бирже не должна опускаться ниже \$ 1 млрд., размер выручки — не менее \$100 млн. за последний год.

Наряду с количественными стандартами, NYSE предъявляет требования в отношении корпоративной отчетности и управления. ***Основными критериями для российских компаний являются:***

- В совет директоров компании должны входить не менее двух внешних директоров (outside directors). Если это условие не выполняется во время проведения листинга, то необходимо назначение одного внешнего директора до начала проведения листинга, а другого — не позднее одного года после завершения операции. Внешний директор не должен являться сотрудником,

управляющим, бывшим менеджером организации или ее дочерней компании, а также родственником генерального директора. Также он не может входить в организацию, которая, выступает в качестве консультанта или советника данной компании.

- Еще одним требованием является, состав аудиторского комитета (audit committee) организации. Он должен состоять из директоров, независимых от менеджмента компании.

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

Сама процедура листинга на NYSE показана в Приложении 4 (Табл. 4).

Затраты на листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, также одни из самых высоких, ***стоимость доступа ценных бумаг определяют следующие составляющие:***

- стоимость получения допуска для первичного размещения обыкновенных акций составляет от \$150 тыс. до \$250 тыс.;

- стоимость допуска рассчитывается исходя из стоимости акции/adr, уже находящейся в обращении;

- стоимость поддержания листинга акций ежегодно составляет от \$38 тыс. Также на эмитентов возлагается обязательство по выплате 930 долл. за каждый миллион акций, находящийся в обращении на территории США.

Высокие требования, предъявляемые к компаниям-эмитентам для прохождения листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже, обуславливают длительность этого процесса. Так, продолжительность размещения ADR на акции российского эмитента составляет от 345 до 510 дней.

Но наряду с указанными сложностью, затратностью и длительностью прохождения листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже, размещение акций на ней ***обладает рядом преимуществ:***

- Допуск к крупнейшему центру финансовых ресурсов.

- Акционерная стоимость увеличивается путем увеличения спроса на капитал компании. Многие американские институциональные инвесторы и большинство розничных инвесторов предпочитают или же обязаны приобретать ценные бумаги, зарегистрированные на американских фондовых биржах. Крупные инвестиционные фонды, напрямую вкладывающие средства в развивающиеся страны, больше заинтересованы в бумагах, зарегистрированных Комиссией по ценным бумагам и биржам США и соответствующих американским требованиям корпоративного управления и прозрачности.

- Признание того, что компания отвечает самым высоким мировым стандартам раскрытия информации, отчетности и корпоративного управления.

- Торговля ценными бумагами на территории США, право собственности, а также регистрация Комиссией по ценным бумагам и биржам США и приведение финансовой отчетности в соответствие с общепринятыми американскими принципами бухгалтерского учета помогают компании сравнить свои акции с акциями аналогичных американских компаний, что позволяет определить справедливый и наиболее точный курс акций.

- Нью-Йоркская фондовая биржа – престижная торговая площадка на американском и международном рынках, что повышает спрос и стоимость акций компании.

- Размещение посредством американских депозитарных расписок (ADR), позволяет компаниям привлекать инвестиции на других мировых фондовых биржах.

Среди российских компаний, прошедших листинг на NYSE, можно отметить такие компании, как ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Северо-Западный Телеком», ОАО «Дальсвязь», ОАО «Банк Возрождение», ОАО «Вымпелком», ОАО «МТС», ОАО «Мечел».

Наряду с Нью-йоркской фондовой биржей в США существуют такие крупные торговые площадки как NASDAQ, AMEX, OTC и т.д. Но существенного спроса на проведение IPO на данных площадках со стороны российских компаний-эмитентов не отмечается, хотя существуют прецеденты. Например, ОАО «Голден Телеком», собравшее посредством размещения на NASDAQ в 1999 г. \$144,2 млн. или ОАО «СТС Медиа», также прошедшее листинг на NASDAQ в 2006 г. и получившее порядка \$346 млн. В связи с этим в данной работе глубокий анализ данных биржевых площадок не проводится.

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE).

Эта биржа, официально именуемая Международной фондовой биржей Великобритании и Ирландии, является крупнейшей в Европе. Будучи некогда ведущей биржей мира, в настоящее время она по объему торговли уступает лишь Нью-Йоркской, NASDAQ и Токийской биржам. Вместе с тем она остается одной из крупнейших бирж по числу компаний, котирующих на ней свои ценные бумаги, причем, в котировочном листе лондонской фондовой бирже присутствует больше иностранных компаний, нежели у любой из трех крупнейших бирж мира.

Наряду с Европейскими площадками Лондонская фондовая биржа по всем показателям опережает своих конкурентов. На ней обращаются акции 3307 эмитентов из них 2588 - это внутренние компании и 719 иностранные.¹³ По итогам 2007 года, на Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange, LSE) проведено порядка 411 IPO, из них 270 внутренних компаний и 141 иностранных, из них 14 проведено российскими компаниями. Общий объем проведенных IPO составил £24,94 млрд. Эти цифры ниже прошлогодних показателей - в 2006 году в Лондоне было проведено 576 размещений на £30,11 млрд., из них 14 составили отечественные участники.

Следует отметить, что российские компании-эмитенты имеют достаточно богатый опыт проведения IPO на Лондонской фондовой бирже и

¹³ Источник: www.world-exchanges.org

порой занимают лидирующие позиции в объемах привлеченных средств. Об этом свидетельствуют следующие данные.

На Лондонской фондовой бирже и ее альтернативной площадке на сегодняшний день провели свои размещения и с успехом торгуются более 100 российских компаний и компаний из стран СНГ. По объему торгов акциями в секторе зарубежных компаний Лондонской фондовой биржи (LSE) российские эмитенты являются абсолютными лидерами. Объем торгов по акциям российских компаний сейчас составляет 77% от общего оборота зарубежных бумаг на биржевой площадке Лондона. Объем привлеченных средств, через эти площадки составил порядка \$41.8 млрд. В свою очередь только лишь через AIM компании привлекли \$3,6 млрд.¹⁴ Тем самым российские компании составляют существенную долю в общем объеме Лондонской фондовой биржи. В 2006 г. LSE ввела индекс FTSE Russia IOB, который отслеживал котировки, и объемы торгов до недавнего времени десяти самых больших и ликвидных GDR (глобальных депозитарных расписок) российских эмитентов. На сегодняшний день этот список расширен до пятнадцати элементов. Стоит отметить, что на сайте Лондонской фондовой биржи в настоящее время создан специальный раздел на русском языке для клиентов из России и СНГ.

Индекс состоит из таких эмитентов как: ОАО «Евраз Групп», ОАО «Газпромнефть», ОАО «Газпром», ОАО «Уралкалий», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Локойл», ОАО «Норильский никель», ОАО «Новатэк», ОАО «Татнефть», ОАО «Северсталь», ОАО «Роснефть», ОАО «НЛМК», ОАО «Группа компаний ПИК», ОАО «АФК Система», ОАО «Сургутнефтегаз».

В феврале 2005 года российская компания ОАО «АФК Система» провела на основной площадке Лондонской биржи крупнейшее среди российских компаний IPO в форме GDR. В 2006 году привлечение российской нефтяной компанией ОАО «Роснефть» порядка \$10 млрд. позволило ей войти в тройку лидеров по объему привлеченных средств, наряду с такими компаниями как,

¹⁴ Источник: www.londonstockexchange.com

ICBC (Industrial and Commercial Bank of China), собравшей \$21,9 млрд., и Bank of China, в свою очередь, собравшей \$11,2 млрд. В 2007 году одним из крупнейших IPO на LSE стало размещение ОАО «Банк ВТБ», по результатам которого финансовой организации удалось привлечь порядка \$8 млрд.

Уникальной особенностью Лондонской биржи, которая во многом и обуславливает популярность данной торговой площадки, является разделение на 2 фондовых рынка:

- *Основной рынок (Main Market)*
- *Alternative Investment Market (AIM)*

Основной рынок (Main Market) является наиболее престижной биржевой площадкой Европы для крупных и известных компаний. Всего на основной площадке Лондонской фондовой биржи котируется порядка 1800 компаний.¹⁵ Около 350 компаний из 54 стран используют Лондонскую фондовую биржу для листинга своих ценных бумаг и доступа к рынкам капитала.

*Требования, предъявляемые к эмитентам на Главной площадке LSE:*¹⁶

- Проспект эмиссии должен быть одобрен Управлением Великобритании по листингу (UK Listing Authority), что подтверждает соответствие требованиям, установленным законодательством Великобритании;
- Для допуска компании требуется, чтобы поле размещения как минимум 25% акций находились в свободном обращении;
- Требуется предоставление финансовой отчётности по международным стандартам, заверенной аудиторами не менее чем за 3 предшествующих года;
- Для определенного набора сделок на LSE-Main , требуется предварительное согласие акционеров;
- Наличие спонсоров для некоторых операций;
- Минимальные требования к рыночной капитализации компании порядка £700 тыс.;

¹⁵ Лукашов А.В. IPO на зарубежных биржах//Журнал «Консультант» № 7 апрель 2005 г.

¹⁶ Источник: www.londonstockexchange.com

- Необходимо полное раскрытие корпоративной информации о компании, включая бенефициарных собственников, финансовые показатели, объем налоговых платежей, риски, описание операционного бизнеса, организационной структуры компании, планов по использованию финансовых средств и другое и т.д.;

- Предварительная проверка предоставленных документов листинговым агентством.

Российские компании в большинстве случаев проводят свои размещения на LSE посредством глобальных депозитарных расписок (GDR). АДР также могут пройти листинг на Лондонской фондовой бирже.

Для допуска американских депозитарных расписок (ADR) на LSE необходимо выполнение 4-х основных требований.¹⁷

- назначение Спонсора, которым обычно является инвестбанк;
- наличие аудированной финансовой отчетности за 3 года;
- 25% АДР должны находиться в руках независимых лиц;
- минимальный размер выпуска должен составлять 700 тыс. фунтов стерлингов (примерно 1,4 млн. долл.).

Также следует учитывать, что для допуска ценных бумаг к торгам на Главной площадке LSE, компании необходимо оплачивать ежегодные вступительные взносы, величина которых напрямую зависит от рыночной капитализации компании на момент допуска.

Секция альтернативных инвестиций (AIM) основана в 1995 году и позиционировалась, как биржевая площадка для небольших компании малой и средней капитализации – от £500 тыс. до £200 млн. На сегодняшний день количество компаний на AIM достигает отметки в 1300, из них 46 представлены российскими эмитентами, а их совокупная рыночная капитализация превысила отметку в £42 млрд. Причем значительное число компаний появилось на бирже за последние несколько лет, еще в 2003 году на AIM было зарегистрировано только 702 компании с совокупной

¹⁷ Источник: www.londonstockexchange.com

капитализацией в £14,6 млрд.¹⁸ Эти небывалые для фондовой биржи темпы роста объясняются тем, что AIM становится все более привлекательной для институциональных инвесторов, которые характеризуются долгосрочным подходом к инвестициям и обладают значительными капиталами.

Также росту способствует ряд существенных отличий листинга на AIM от листинга на основной площадке (Main market):¹⁹

- После введения директивы ЕС по проспекту эмиссии AIM остается единственным нерегулируемым рынком в Европе;
- Большая гибкость по сравнению с полным листингом на основном рынке из-за отсутствия требования по регистрации проспекта эмиссии;
- Гибкое регулирование при меньших затратах;
- Отсутствие требования по минимальному объему акций в свободном обращении;
- Облегченные правила при проведении сделок по слияниям и поглощениям;
- Опыт существования на рынках Великобритании без необходимости соблюдать все требования Управления Великобритании по листингу (UK Listing Authority);
- Потенциальная возможность перехода на основной рынок.

К недостаткам листинга на AIM можно отнести:

- Меньшую ликвидность и круг потенциальных инвесторов, чем на основном рынке;
 - Меньшую узнаваемость и понимание деятельности компании.
- А основные листинговые требования заключаются в:
- Документ листинга, аналогичный проспекту эмиссии;
 - Заверенная аудиторами бухгалтерская отчетность за 3 года (или с даты учреждения компании, если она существует меньше 3 лет). Отчетность может иметь оговорки.

¹⁸ Тихонова Ю., Хоррокс П., Выход на AIM// Журнал «Рынок ценных бумаг» №5 (332) 2007 г.

¹⁹ Соколов М.А. Выход российских компаний на международные рынки акционерного капитала// Журнал «Банковское дело», №7 - 2006

В отличие от Главной площадки LSE, ежегодный взнос на AIM, является фиксированной суммой и составляет £4 750, а также эта сумма уплачивается в качестве вступительного взноса. А стоимость допуска составляет не более 5% от объема привлекаемых инвестиций.

Следует упомянуть о таком неотъемлемом факторе как временные затраты на проведение процедуры IPO, подробные данные приведены в Приложении 5 (Табл. 5).

Таким образом, на основании выше сказанного можно сделать следующий вывод: Главная площадка LSE предназначена для крупных компаний с капитализацией свыше £170 млн., находящихся в заключительной стадии роста или в стадии зрелости, в то время как рынок AIM рынок дает возможность быстрорастущим компаниям воспользоваться преимуществами публичного рынка на более раннем этапе своего развития.

Подводя итог данному параграфу, можно сделать следующий вывод. Торговые площадки США в связи с высокими требованиями листинга, а как следствие, значительным удорожанием его проведения, постепенно сдают свои позиции перед Лондонской фондовой биржей, в лице российских компаний-эмитентов. Данные о проведенных российскими компаниями IPO приведены в Приложении 6 (Таблица 6,7) и наглядно показаны на следующей диаграмме.

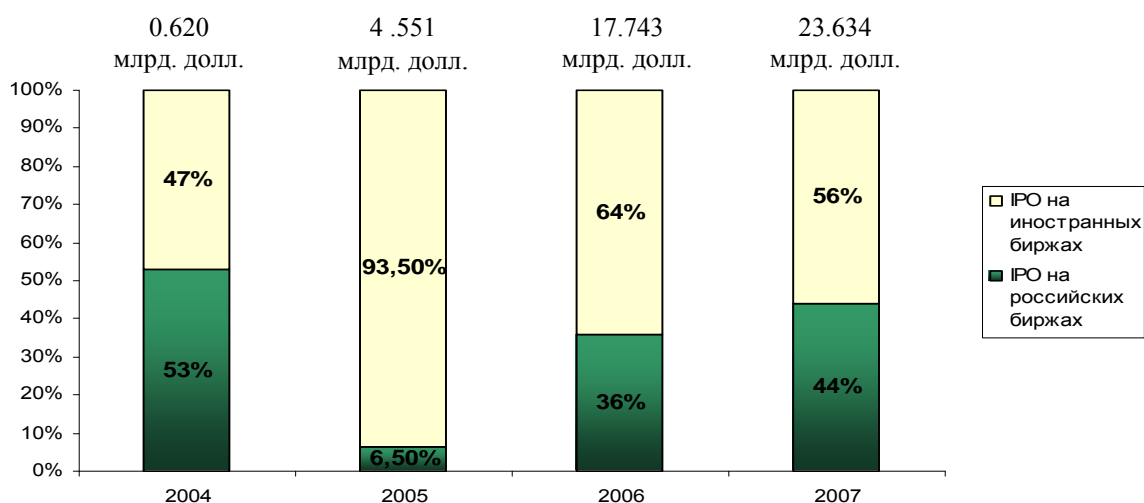


Диаграмма 1.2.1 Структура российского рынка IPO за 2004-2007 гг.²⁰

²⁰ Источник: www.micex.ru, www.offerings.ru

Как показано в Приложении 6 (Таблица 6), в 2007 году наиболее приоритетной площадкой (за исключением отечественных площадок) для российских компаний стала Лондонская биржа. Из общего числа проведенных IPO в прошедшем году, а их порядка 25, львиная доля досталась LSE-Main и ее альтернативной площадке AIM, остальные размещения распредели между собой отечественные фондовые биржи ММВБ, РТС, МФБ. При этом стоит отметить, что на торговых площадках США не разместились ни одна российская компания.

Глава II. Альтернативные механизмы и методы привлечения западных инвестиций российскими компаниями

§ 2.1. Депозитарные расписки как основной финансовый инструмент, используемый российскими компаниями для привлечения иностранных инвестиций

Отечественные компании могут зарегистрировать свои акции на биржах США и Европы напрямую, посредством прямого листинга (direct listing), посредством долговых инструментов (debt instruments)²¹ или же посредством ADR (Американских депозитарных расписок) и глобальных депозитарных расписок (Global Depository Receipts — GDR). Существуют также EDR (европейские депозитарные расписки), но они пока не пользуются спросом у отечественных компаний. Подавляющее большинство российских компаний, прошедших листинг на международных биржах, осуществили это с использованием *депозитарных расписок (ДР)*, а именно с помощью ADR и GDR.

Отправной точкой появления ADR считается 1927 год, когда компанией Морган Гаранти²² для удовлетворения спроса американских инвесторов на английские акции, был разработан и впервые применен такой финансовый инструмент, как депозитарная расписка.

Первой компанией, которая вышла на американский рынок с помощью ADR была английская «Selfridge Provincial Stores Limited». Тем самым американские инвесторы приобрели возможность получать дивиденды от иностранных компаний без непосредственного владения иностранными акциями. Это стало, так называемым, «ответом» США на закон, принятый в Англии, который запрещал физически вывозить английские акции за пределы Великобритании.

²¹ Существует широкий спектр ценных бумаг: от обычных еврооблигаций и вексельных программ, до сложных ценных бумаг, обеспеченных активами

²² До сих пор Морган Гаранти является крупнейшим агентом по кастодиальным услугам для АДР

Современную форму ADR приняли в 1955 г., когда американская комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) учредила форму Form S-12 для регистрации программ депозитарных расписок. Позднее эта форма была заменена на Form F-6, которая и существует сейчас.

Сегодня годовой оборот мирового рынка депозитарных расписок оценивается огромной цифрой около 5,7 трлн. долл., а общее число торгуемых инструментов превышает 2 тыс. бумаг эмитентов из порядка 50 стран, в том числе из России.

Для того чтобы иметь полное представление о данном финансовом инструменте рассмотрим подходы различных стран к его определению, существующие виды депозитарных расписок и проведем четкую грань между ними.

Законодательство США о ценных бумагах выделяет на фондовом рынке такой финансовый инструмент, как сертификаты, подтверждающие права на иные ценные бумаги. Таким сертификатом является *американская депозитарная расписка*, под которой в законодательстве США понимается "выпущенный американским депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество ценных бумаг иностранного частного эмитента".

Под термином «*депозитарная расписка*» законодатель понимает как «американские депозитарные расписки» (American depositary receipt), так и «глобальные депозитарные расписки» (global depositary receipt).²³

В нормативных актах Банка России содержатся следующие определения депозитарных расписок:

Источник	Определение
Письмо ГУ ЦБ РФ по г. Москве от 02.07.97 №14-1-19/1321	Депозитарные расписки — это финансовые инструменты, обращающиеся на фондовых рынках США (ADR) и Европы (GDR). Они предназначены для осуществления прав, закрепленных ценными бумагами, в отрыве от

²³ Соловьев Д. Российские депозитарные расписки: от мечты к реальности, от реальности к рынку// Журнал "Рынок Ценных Бумаг" № 2 (48) 2007

	самых ценных бумаг. Их использование связано с тем, что по законодательству ряда государств перемещение ценных бумаг через границу запрещено или ограничено. Депозитарные расписки подтверждают право собственности на те ценные бумаги, на которые они были выпущены. Выпуск депозитарных расписок позволяет организовать обращение ценных бумаг за пределами страны, в которой они были эмитированы.
п.П.2.4 Указания ЦБ РФ от 29.12.01 №1086-У «О проведении единовременного обследования инвестиций уполномоченных банков и их клиентов — резидентов (кроме кредитных организаций) в ценные бумаги, выпущенные нерезидентами»	Депозитарные расписки — это ценные бумаги, выпущенные депозитарными банками в форме сертификатов, удостоверяющих право собственности на долю в портфеле акций или облигаций иностранных эмитентов. Депозитарная расписка может представлять одну ценную бумагу, несколько ценных бумаг одного класса или часть ценной бумаги.
п.П.2.4 Указания ЦБ РФ от 18.12.02 №1225-У «О проведении единовременного обследования инвестиций уполномоченных банков и их клиентов-резидентов (кроме кредитных организаций) в ценные бумаги, выпущенные нерезидентами, по состоянию на 1 января 2003 года»	

Необходимо отметить, что на практике география обращения ADR не ограничивается только пределами США. Они с успехом обращаются на крупнейших торговых площадках как европейских, так и Азиатских. Например, американские расписки ОАО «Ростелеком» допущены к торгам на Нью-Йоркской, Лондонской и Франкфуртской биржах.²⁴

Как отмечалось ранее, для допуска американских депозитарных расписок (ADR) на LSE необходимо выполнение определенных требований, среди которых обязательное наличие аудированной финансовой отчетности за 3 года; компания должна назначить спонсора – инвестбанк; 25% АДР должны находиться в руках независимых лиц; что касается минимального размера выпуска, то он должен составлять не менее £700 тыс.

²⁴ Источник: www.rbsys.ru

GDR (глобальные депозитарные расписки), являются аналогом ADR (американские депозитарные расписки), но при этом GDR обращаются на международных рынках (Лондон, Франкфурт, Берлин и т.д.) и выпускаются международными инвестиционными банками, что также придает им больший вес в глазах потенциальных инвесторов, в частности, зарубежных. Российские GDR проходят листинг в основном на Лондонской и Франкфуртской фондовых биржах. На обеих площадках представлены GDR нескольких десятков отечественных эмитентов, в том числе «Евраз Груп С. А.», ОАО «Татнефть» AFI Development, ОАО «Банк ВТБ», ОАО «ПИК», ОАО «Уралкалий».

Таким образом, американская депозитарная расписка по своей сути является сертификатом на американские депозитарные акции, представляющие собой производные ценные бумаги, базовым активом которых являются акции иностранного эмитента. При приобретении или продаже АДР в депозитарии или у реестродержателя путем совершения соответствующей записи фиксируется переход права собственности на некоторое количество депозитарных акций.

Эмитентом АДР выступает, как правило, американский коммерческий банк — депозитарий (Depository) под ценные бумаги иностранного (для Соединенных Штатов) эмитента. Последние обычно депонируются в банке-корреспонденте депозитария (хранителе или custodian), который расположен в стране эмитента. Банк-депозитарий действует в соответствии с депозитным договором (соглашением), сторонами которого, как правило, являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками -выгодоприобретателями депозитарных расписок. Роль депозитария включает в себя получение по базовым акциям и передачу держателям расписок дивидендов, уведомлений и прав, действующих по базовым акциям, включая право голоса, которое должно быть реализовано через институт номинального держателя в лице хранителя оригиналов акций, а также передачу получаемых им от эмитента финансовой

отчетности. Вопросы участия держателей АДР в управлении обществом, а также иные вопросы, связанные с осуществлением прав по базовым ценным бумагам решаются путем непосредственного подключения эмитента неамериканских акций к выпуску АДР.

В зависимости от инициатора выпуска депозитарных расписок различают спонсируемыми (sponsored) и неспонсируемыми (unsponsored). Несмотря на то, что эти два вида проектов «одинаковы по своей природе», они существенно отличаются друг от друга:

- по возможностям торговли на биржевом и внебиржевом рынках США;
- по правам и обязанностям эмитента, депозитария и инвесторов, купивших такие расписки;
- по требованиям к их регистрации.

Неспонсируемые АДР

Неспонсируемые программы представляют самый низкий уровень и создаются, по инициативе депозитарного банка в ответ на спрос на акции данной фирмы со стороны инвесторов. При неспонсируемой программе ADR между депозитарным банком и иностранной компанией нет официального соглашения. Программы ADR для одной и той же фирмы могут быть начаты различными депозитариями одновременно. Первоначально все программы ADR были неспонсируемыми и имели, как правило, несколько депозитарных банков. В 80-е годы неспонсируемые программы были популярны для ADR японских компаний.

Неспонсируемые проекты проводятся американским депозитарием в трех случаях:

- когда он, изучив конъюнктуру фондового рынка, сам пришел к выводу о прибыльности продажи инвесторам ценных бумаг иностранного эмитента в форме АДР;
- когда владелец крупного пакета ценных бумаг иностранного эмитента или американский брокер, ожидающие прибыль от такого проекта, поручают ему выпустить депозитарные расписки;

- по договоренности с иностранным эмитентом, желающим после проведения неспонсируемого проекта провести спонсируемый у того же депозитария.

Как показывает практика, последний случай самый распространенный.

В 1983 г. «в целях защиты рынка» SEC ввел в действие правила, которые значительно усложнили создание неспонсируемых ADR. Суть его заключается в том, что перед началом нового неспонсируемого проекта выпуска АДР американский депозитарий обращается к иностранному эмитенту за получением «письма об отсутствии возражений» («non-objection letter») на его проведение. В случае отказа эмитента подписать такое письмо, депозитарий, как правило, не осуществляет неспонсируемый проект. Были прецеденты, когда депозитарии все же продолжали проведение неспонсируемых проектов. Комиссия в таких случаях отказывалась от их регистрации.

Одной из главных черт неспонсируемых проектов является возможность участия в них нескольких депозитариев.

Даже в случае когда неспонсируемый проект проводится по договоренности с эмитентом, последний не является стороной соглашения депозитария и инвесторов, текст которого приводится на каждой неспонсируемой депозитарной расписке. Как правило, в таком договоре не закреплены *обязанности депозитария*:

- предоставлять инвесторам материалы о голосовании ценными бумагами иностранного эмитента;
- посылать результаты их голосования иностранной ком-пани; а также
- распространять среди них информацию об эмитенте.

Обычно держатели неспонсируемых АДР оплачивают все расходы по ведению проекта, включая конвертацию дивидендов. В случае со спонсируемыми проектами, иностранный эмитент, как правило, платит депозитарию за его услуги, включая оплату «карманных расходов» (так называемых «out-of-pocket expenses»), например, за почтовые расходы

депозитария и т. п.. Ставки за такие услуги оговариваются в «листе о ценах» («fee letter»), подписываемом сторонами.

На сегодняшний день сделки с неспонсируемыми расписками осуществляются NADAQ, OTC BB и путем включения АДР в «розовые страницы». Неспонсируемые АДР не могут быть использованы для международного размещения ценных бумаг иностранного эмитента в форме депозитарных расписок.

Спонсируемые ADR.

Существует четыре типа проектов спонсируемых депозитарных расписок. Два из них проводятся с целью увеличения количества акционеров без эмиссии новых ценных бумаг (проекты Первого и Второго Уровня). Два других используются для увеличения капитала компании. В каждом из последних иностранный эмитент выпускает новые ценные бумаги (проекты Третьего Уровня). Исключение составляют проекты по Правилу 144 А.

Спонсируемые программы каждого уровня отличаются друг от друга по степени вовлечения в них эмитента и раскрытия им информации о себе.

ADR Первого Уровня. В сравнении с другими, отличаются дешевизной и наименьшими требованиями к раскрытию информации эмитентом, что делают их на сегодняшний день самыми популярными среди эмитентов. Стоимость для компании получения ADR первого уровня составляет порядка \$25 тыс., а необходимое время оценивается в 10 недель.

По этим же причинам спонсируемые проекты ДР Первого Уровня в конце 80-х, в 90-х годах стали самыми распространенными в мире. Многие эмитенты начинают с этих программ, прежде чем перейти на более сложный уровень.

Первым шагом компании на пути проведения программы ADR первого уровня является регистрация проекта по Закону 1933 года по Форме Ф-6. Также в Комиссию передается письмо с приложениями, в котором эмитент просит освободить его от регистрации и отчетности по Закону 1934 года в соответствии с Правилom 12g3-2(b).

Депозитарий и эмитент подписывают депозитное соглашение, как вправило, после получения такого освобождения и регистрации проекта ДР по Закону 1933 года по Форме Ф-6. Как только эта Форма регистрируется Комиссией (и признается действительной («effective»)), депозитарий получает право выпустить депозитарные расписки под депозит ценных бумаг иностранного эмитента, купленных на вторичном рынке.

Данный уровень для размещений выбрали такие компании, как ОАО «Газпром», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Северо-Западный Телеком», ОАО «Дальсвязь», ОАО «Банк Возрождение» и др.

Спонсируемые (листинговые) ADR второго уровня. Депозитарные расписки этого типа включаются в листинг на одной или нескольких американских фондовых биржах а также в систему NASDAQ.

В отличие от ADR первого уровня, регистрация ADR второго уровня происходит по Закону 1934 года, по Форме 20-Ф. Эта Форма требует предоставление подробной финансовой информации об эмитенте. Часть таких данных должна соответствовать Американским общепринятым принципам финансовой отчетности.

Стоимость размещения ADR второго уровня составляет \$200 – 700 тыс., а необходимое время для его проведения оценивается в 10 недель.

Поэтому данную программу могут себе позволить достаточно крупные компании такие, как ОАО «Вимм-Билль-Данн» (по итогам размещения в 2002 г. на NYSE, привлекли порядка \$207 млн.) и ОАО «Голден Телеком» (в 1999 г. посредством размещения на NASDAQ привлекли \$144,2 млн.).²⁵

Спонсируемые ADR третьего уровня. Иностраный эмитент в целях увеличения капитала компании может провести:

- частное размещение ADR по Правилу 144 А с предложением ценных бумаг квалифицированным институциональным покупателям («qualified institutional buyers» или «QIBs»). Для того, чтобы стать «квалифицированным институциональным покупателем», юридическое лицо должно владеть (или

²⁵ По данным: www.ipocongress.ru

«инвестировать с требуемой осмотрительностью») ценными бумагами на сумму в \$100 миллионов:

- публичное размещение ADR;
- международное/ глобальное предложение ADR с частным или публичным предложением вновь выпущенных ценных бумаг в США.

Публично размещаемые депозитарные расписки могут быть в листинге на NYSE, AMEX NASDAQ и на иных биржах ценных бумаг США.

В программах ADR третьего уровня, также как и в других спонсируемых проектах, депозитное соглашение заключается после их регистрации Комиссией. Публичное предложение регистрируется Комиссией по Закону-1933 года с использованием подробных Форм Ф-1, Ф-2 или Ф-3. Регистрация по Закону 1934 года проводится по Формам 20-Ф или 8-А с полным соответствием финансовой отчетности эмитента U.S. GAAP и Инструкции S - X. Отчетность эмитента по Закону 1934 года требует ежегодного файлирования в Комиссии Формы 20-Ф с приложением бухгалтерской отчетности, также периодически необходимо представление Комиссии Формы 6-К.

По сравнению с остальными, данная программа является самой дорогостоящей и продолжительной и стартовая стоимость начинается с \$500 тыс. и порой достигает отметки в \$2 млн., а необходимое время колеблется в районе 14 недель.

Размещение на Нью-Йоркской фондовой бирже по данному правилу позволило ОАО «Вымпелком» в 1996 г. привлечь порядка \$110,8 млн., ОАО «МТС» в 2000 г. привлекло \$353 млн., ОАО «Мечел» в 2004 г. - \$335 млн.²⁶

Частное предложение освобождено от регистрации по Закону 1933 года. Правило 12g3-2(b) используется эмитентом для освобождения от регистрации и от предоставления информации и отчетности по Закону 1934 года. Финансовая отчетность в проектах частного размещения может не соответствовать требованиям U. S. GAAP. Как результат, благодаря

²⁶ По данным: www.ipocongress.ru

сниженным требованиям к предоставлению информации, проекты ADR по Правилу 144А приобретают все большую популярность в России. Данная программа оценивается в районе от \$100 до 400 тыс. долл.

Основные характеристики уровней АDR наглядно представлены в Приложении 7 (Табл. 8).

Классификация программ выпуска АDR показана в Приложении 7 (Табл. 9).

Механизм создания и функционирования АDR.

DR выпускаются американским коммерческим банком-депозитарием («Depository») под ценные бумаги иностранного (для Соединенных Штатов) эмитента. Последние обычно депонируются в банке-корреспонденте депозитария («хранителе» или «custodian»), который расположен в стране эмитента. Банк-депозитарий действует в соответствии с депозитным договором (соглашением), сторонами которого, как правило, являются депозитарий, эмитент и все лица, в то или иное время являющиеся собственниками или собственниками- выгодоприобретателями депозитарных расписок. Хранитель осуществляет свои функции на основании договора с депозитарием («Custodian Operating Letter For American Depository Receipts»). Владелец DR может в любое время обменять их на депонированные ценные бумаги иностранного эмитента. Кроме того, новая порция ценных бумаг иностранного эмитента может быть депонирована для выпуска дополнительных депозитарных расписок.

Если тип проекта не ограничивает обращение DR, переход права собственности на них по сделке осуществляется в книгах депозитария («books of depository») в порядке, аналогичном для сделок с американскими ценными бумагами. Депозитарные расписки удобны для инвесторов не только за счет легкости совершения сделок с ними. Они также обеспечивают получение в срок дивидендов и иных платежей в долларах США. Собственники DR информированы об эмитенте и о его финансовом положении и могут голосовать ценными бумагами иностранной компании, не

покидая Соединенных Штатов. Также владение ДР обеспечивает для инвестора снижение налогового бремени.

Несмотря на то, что Комиссия разрешает депозитарию в проектах ДР быть трастовой компанией («trust company»), на сегодняшний день практически все проекты ДР осуществляются банками. По данным Томаса Сэнфорда, шесть из них практически монопольно проводят такие программы. Это - Бэнк оф Нью-Йорк (The Bank of New York), Ситибэнк (Citibank), Джи. Пи. Морган (J. P. Morgan) (на их долю в 1995 году приходилось 95% проектов ДР), Бэнкерс Траст (Bankers Trust), Чейз Манхэттен (Chase Manhattan) и Мэри Мидпэнд Бэнк (Marine Midland Bank). Последний сменил в этом бизнесе Морган Стэнли (Morgan Stanley). Крупнейшими депозитариями являются Бэнк оф Нью-Йорк и Ситибэнк. С 1 января 1994 года по 31 декабря 1994 года в первом было проведено 56,2% (105) новых спонсируемых проектов, 29,4% (55) приходилось на Ситибэнк.

При выборе банка депозитария для проведения проекта ДР должны быть оценены его:

- операционные возможности (наличие и уровень средств по обеспечению трансфертов акций (ведению реестра собственников ДР), своевременность проведения эмиссии/ погашения депозитарных расписок);
- административные возможности (общий опыт работы, опыт реализации/ обслуживания программы, отчетность, учет интересов клиентов);
- качество оказываемых услуг (предлагаемые и дополнительные услуги).

Помимо перечисленного, также важен учет возможностей конфликта интересов, например, в случае, когда брокеры, дилеры или андеррайтеры, участвующие в проекте, являются аффилированными лицами депозитария. Право США запрещает депозитарию в проектах быть одновременно андеррайтером и самому, без подключения брокеров или дилеров, торговать ДР.

В программах ДР депозитарий одновременно:

- выполняет депозитарные функции,
- является держателем реестра и трансфертным агентом,
- администратором-распорядителем проекта.

Его депозитарные функции включают выпуск депозитарных расписок против поставки обеспечивающих ценных бумаг эмитента, возвращение разблокированных обеспечивающих ценных бумаг на российский рынок после погашения расписок и содействие упорядоченной работе рынка при помощи механизма предразблокировки.

Российские право не трактует функции депозитария также широко, как американское. Оно ограничивает их «*депозитарной деятельностью*», под которой понимается «оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги». Взаимоотношения депозитария и клиента (депонента) по российскому праву строятся в соответствии с «депозитарным договором» (договором счета депо). Такой счет ведется депозитарием (домицилиатом счета депо). *При помощи этого счета депозитарий:*

- регистрирует сделки с ценными бумагами;
- осуществляет клиринг ценных бумаг;
- передает сертификаты ценных бумаг по поручению депонентов третьим лицам;
- получает доходы клиентов по ценным бумагам и переводит их на счета депо каждого из них.

В проектах АДР по праву США заключаются как договор об открытии счета (аналог российского договора о счете депо), так и депозитное соглашение.

Как трансфертный агент и держатель реестра, депозитарий обрабатывает трансферты депозитарных расписок и ведет реестр их зарегистрированных держателей. Также депозитарий в проектах ДР обрабатывает выплаты дивидендов, выступает в качестве доверенного лица и отвечает на запросы акционеров.

Будучи администратором-распорядителем проекта, депозитарий:

- помогает в разработке структуры программы, способствует реализации прав акционеров;
- участвует в обеспечении соблюдения нормативных требований к проекту;
- отчитывается за ход реализации программы.

Механизм создания и функционирования АДР показан на схеме (Приложение 8, Схема 1).

В 2007 году на LSE провели размещение такие российские компании, как ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Группа компаний ПИК», AFI Development, ОАО «ММК», ОАО «Уралкалий» и прочие. Общая сумма привлеченных средств за счет проведения IPO составила порядка \$23,6 млрд., распределение привлеченных средств среди эмитентов показано в Приложении 6 (Табл. 6).

На основании данных из Таблицы 4 можно построить диаграмму распределения привлеченных средств по отраслевому принципу.

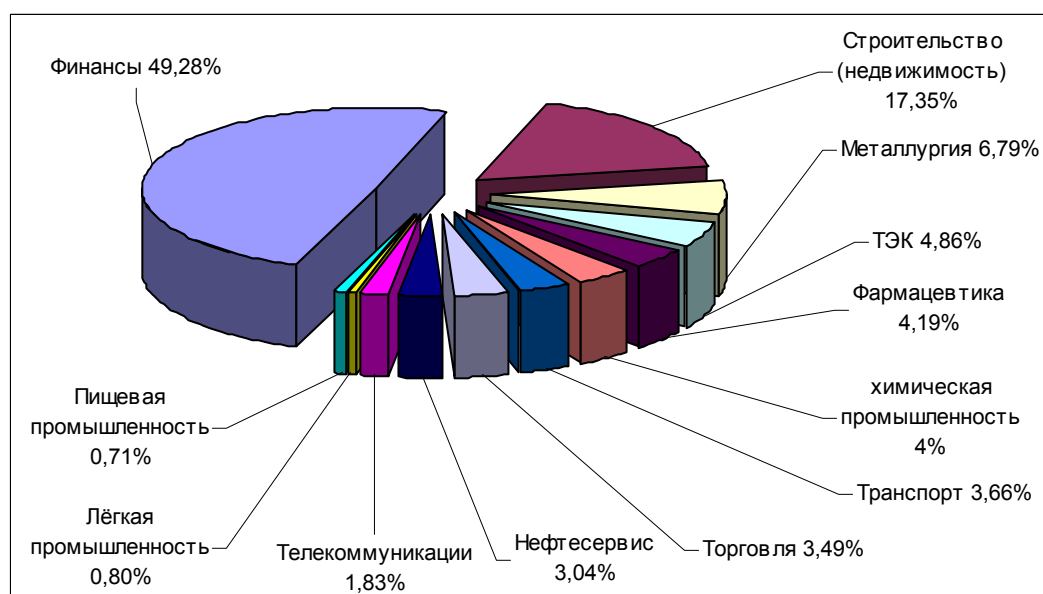


Диаграмма 2.1.1 Отраслевое распределение IPO по стоимостному объему в 2007 г.

Как видно из приведенной диаграммы, в 2007 году основной объем размещений пришелся на финансовый и строительный сектора (49,28% и 17,35% соответственно). Неоспоримые лидеры размещений предыдущих лет такие, как ТЭК, металлургия, телекоммуникации, привлекли 4,86%, 6,79%,

1,83% соответственно. К примеру, в 2006 г. доля ТЭК от общего размещения составляла порядка 65,6%, металлургии 13,1%, телекоммуникации 6,0%, сектор строительства (недвижимость) 5,3%, а финансовый сектор, в свою очередь, не провел ни одного IPO.

По моему мнению, изменение в секторе ТЭК обусловлено тем, что большинство крупных компаний топливно-энергетического комплекса давно провели свои размещения, остались только средние и мелкие, которые либо не спешат проводить свои размещения на западных площадках, либо их доля в общем объеме привлеченных средств невелика. 2007 год показал, что пришла очередь тех, кто финансово обслуживает «передовиков отечественной экономики», т.е. финансовых структур.

В лидеры размещений с существенным отрывом вырвался строительный сектор (как показывает диаграмма, 17,35% в 2007 г. против 5,3% в 2006 г.). Это обусловлено стремительным ростом спроса, а соответственно, и цен на недвижимость в России (строительный бум 2006-2007 г.). В секторе телекоммуникаций также существенно изменилась доля от общего объема привлеченных средств не в положительную сторону 1,83% в 2007 г. против 6,0% в 2006 г. Единственный, кому удалось остаться в тройке лидеров по итогам 2007 года, это металлургический сектор, правда, также с существенными потерями в процентном выражении от объема привлеченных средств - 6,79% против 13,1% в 2006 г. Данный вывод произведен на основании данных, приведенных в Приложении 6 (Табл. 6,7).

Подводя итог рассмотрению такого финансового инструмента, как ADR, следует отметить, что он пользуется достаточно высоким спросом как у отечественных компаний-эмитентов, так и у иностранных инвесторов. Это обусловлено относительной дешевизной проведения проектов выпуска американских и глобальных депозитарных расписок (по сравнению с размещением акций), легкостью совершения сделок с ними, возможностью снижения налогового бремени и другими преимуществами.

§ 2.2. Привлечение иностранных инвестиций с помощью организации выхода компании на фондовый рынок методом обратного поглощения

Наряду с классическим выходом компании на международные фондовые рынки, посредством проведения IPO в форме размещения акций, АДР или ГДР, существуют альтернативные варианты выхода на биржу, одним из которых является метод обратного поглощения.

Обратное поглощение (reverse takeover – RTO, reverse merger – RM) - это процесс получения публичного статуса для компаний, которым нет необходимости получить инвестиции немедленно, но в то же самое время которые имеют возможность быстрого роста как по своим размерам, так и по масштабу бизнеса — с тем, чтобы обеспечить свою дальнейшую деятельность в форме публичной компании.

Идея обратного поглощения не является новаторской. Одним из изобретателей метода обратного слияния считается американский магнат Арманд Хаммер. В 50-х годах он инвестировал средства в публичную «фирму-оболочку», а позднее «влил» в нее свою нефтяную компанию и в результате создал новую организацию – Occidental Petroleum Company. Обратные слияния процветали в 1980-е годы и достигли своего пика в 1996 году, когда их было зафиксировано более тысячи. В последнее время этот метод снова приобретает популярность на западных фондовых биржах. Для сравнения заметим, что в течение 2004 года в США произошло 251 IPO и 89 обратных слияний, а за первую половину 2005 года – соответственно 83 и 55.

Интересен также и тот факт, что сама Нью-Йоркская фондовая биржа решила получить статус публичной компании посредством обратного слияния. В 2006 году завершилась сделка по слиянию между Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE) и Archipelago Holdings (Чикагская биржа, являвшаяся публичной компанией). Номинальным покупателем в сделке выступила Archipelago Holdings, хотя участники NYSE получили большинство голосов объединенной компании и дали ей свое название –

NYSE Group (тикер NYSE: NYX). Сделка позиционировалась рынку как покупка Нью-Йоркской биржей чикагского «младшего брата» за \$10 млрд., поскольку это было более выгодно с маркетинговой точки зрения. В результате сделки NYSE превратилась из некоммерческой компании в биржу, акции которой могут приобретаться инвесторами (т.е. стала публичной без проведения IPO).²⁷

Итак, разберемся, в чем заключается суть этого метода.

Необходимо отметить, что аналитически IPO представляет собой связку из трех отдельных операций. Компания:

- получает публичный статус и проходит листинг на бирже;
- проводит первичное распределение акций среди инвесторов;
- проводит вторичное распределение акций через торги на бирже.

Подобная связка делает IPO весьма дорогостоящим и сложным мероприятием.

Однако существуют механизмы, позволяющие разделить эти три составные компонента IPO. Так, с помощью обратного слияния с «публичной оболочкой, так называемой, *shell company*» компания может приобрести публичный статус (первый элемент связки). **Шелл-компания** (англ. *shell company* — компания «оболочка») — американская компания, вышедшая в своё время на фондовую биржу, но впоследствии прекратившая свою основную деятельность. Например, фирма, которая не ведет никакого бизнеса, или осуществляет только номинальную деятельность, и активы которой состоят лишь из денежной наличности. Или, например, действующая публичная компания с минимальной бизнес - активностью. Допустим, в пик своей деятельности компания получила публичный статус. Затем развитие бизнеса остановилось, состояние фирмы ухудшилось, она не приносит уже почти никаких доходов. Тем не менее, собственники продолжают по тем или иным причинам поддерживать ее деятельность, в том числе они могут планировать использовать ее как «Шелл-компанию». Ее

²⁷ Прудковских В. Скорлупка в котировке// Журнал «Компаньон» №35 (551) Август 2007 г.

привлекательность – в наличии некой биржевой истории. Как правило, такую компанию приобретают профессиональные «инвестиционщики», проводят предпродажную подготовку (очищают от долгов, проводят due diligence и т.д) и выставляют на продажу. Вся текущая деятельность подобной корпорации ограничивается некоторым количеством операций, позволяющих ей оставаться в листинге той или иной биржевой площадки. В рекламных блоках деловых изданий, например в Wall Street Journal, всегда есть некоторый выбор «шеллов».

Таким образом, любой Шелл-компаниям следует соответствовать следующим признакам:

- Активы проданы в счет покрытия обязательств; коммерческая деятельность приостановлена;
- Отсутствует обременение судебными разбирательствами;
- Находится в листинге на бирже;
- Акции зарегистрированы, имеют официальные котировки.

Некоторые авторы в своих работах различают несколько типов Шелл-компаний:

- Отчитывающиеся – те, которые подают отчетность регулятору (SEC). Они также подают сведения об изменениях в капитале и структуре владения акциями.

- Не отчитывающиеся – такие, которые не подают отчетности и «спят».

Кроме того, выделяют несколько разновидностей таких компаний:

- blank check – «пустая» компания, созданная специально для обратного поглощения в будущем. Такие компании создаются профессионалами рынка с целью дальнейшей продажи желающим выйти на биржу. Компании имеют минимально необходимый капитал, абсолютно чистую историю (вернее, ее отсутствие) и, как правило, подают отчетность бирже;

- used vehicles – компании, в прошлом ведущие операционную деятельность. Такие компании либо выкупаются профессионалами, либо выставляются на продажу. Они стоят дешевле и часто предоставляют

покупателю временное налоговое убежище, поскольку имеют накопленные убытки прошлых лет. Однако такие компании могут таить в себе и значительные риски, в том числе – возможных претензий относительно прошлой деятельности, претензий со стороны существующих акционеров после продажи и т. д.²⁸

В основе обратного слияния лежит сделка, при которой акционеры закрытой (непубличной) компании получают контроль над публичной компанией, а публичная компания приобретает активы закрытой (непубличной) компании.

Для проведения обратного поглощения компании нужна помощь специализированных фирм, которые выступают посредниками и консультантами. Лучшие из них поддерживают каталог всех имеющихся «оболочек», а также контролируют часть из них для своих клиентов. Как правило, информацию о «публичных Шелл-компаниях» можно получить через корпоративного юриста или аудитора.

Существуют три основных варианта сделок по обратному поглощению.

Вариант первый - обыкновенное слияние. Это самый простой вид сделки. Публичная компания приобретает целиком частную компанию с активами и пассивами, полностью ее поглощая. Частная компания прекращает свое существование.

В процессе слияния акции частной компании конвертируются в акции публичной компании. Бывший собственник частной компании получает контрольный пакет акций публичной компании. Для данного вида сделки характерно то, что все долги, судебные тяжбы, а также уже вынесенные судебные решения, штрафы и прочие возможные неприятности переходят по наследству «пополненной» публичной компании.

²⁸ David N. Feldman with contributions by Steven Dresner «Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO» Bloomberg Press 2006

Вариант второй - реорганизация с обменом акциями. В этом случае акционеры частной компании обменивают свои акции на акции публичной компании. Частная фирма становится 100-процентной «дочкой» публичной корпорации. Акционеры частной компании получают контрольный пакет акций публичной компании. Происходит это так. В начале сделки имеется «оболочка» (публичная компания) и частная компания с реальным бизнесом. Публичная компания проводит дополнительную эмиссию акций и в обмен на вновь выпущенные акции получает 100 процентов акций частной компании. В результате публичная компания владеет всеми акциями частной компании, а бывший собственник частной компании теперь контролирует публичную компанию.

Вариант третий - реорганизация с обменом акций на активы. Это наиболее сложный вид сделки по обратному слиянию. Публичная компания проводит дополнительную эмиссию, приобретает все или почти все активы частной компании и расплачивается за них контрольным пакетом своих акций. Затем частная компания, урегулировав свои долговые и прочие обязательства, самоликвидируется (распускается). При этом полученные акции распределяются на пропорциональной основе между акционерами частной компании. Таким образом, акционеры частной компании имеют контрольный пакет акций публичной компании.

При сделке третьего типа кредиторы, сотрудники, поставщики, арендодатели и т. п. не переходят автоматически к новой компании, купившей только активы. При сделке же первого типа сохраняются все корпоративные отношения и обязательства.

Преимущества и риски.

По сравнению с IPO метод обратного поглощения имеет ряд преимуществ.

Первым из них являются сроки, так как не требуется осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты, которые

составляют 2-3 года, покупается компания, которая уже котируется на бирже, что позволяет сократить срок выхода на биржу до 3-4 месяцев.

Для обратного поглощения не требуется андеррайтер, в связи с чем проявляется явная экономия средств, в частности на его услугах (комиссия андеррайтеров при проведении IPO в среднем составляет 6-10% от объема размещения).

В отличие от IPO обратное поглощение не подвержено зависимости от рыночных настроений (спроса на какой-то определенный актив).

Кроме того, обратное слияние во много раз дешевле IPO. Стоимость выхода методом обратного поглощения колеблется от \$300.000 до \$550.000, что включает в себя стоимость информационного меморандума и аудита компании-клиента, а также издержки по юридической проверке и приобретению Шелл-корпорации. Стоимость дальнейшего поддержания публичной компании в Европе, либо в США составляет \$150.000-\$200.000 в год.²⁹

В результате обратного поглощения, как и в случае проведения IPO, непубличная компания получает такой же статус публичности, что обеспечивает возможность привлечения инвестиций на более выгодных условиях.

При проведении обратного поглощения не требуется раскрытия информации, что является достаточно весомым фактором для отечественных компаний.

Однако выход на фондовый рынок посредством данного метода сопровождается определенными рисками и компаниям необходимо их учитывать. Например, «Шелл-компании» не всегда могут быть чистыми. Их владельцы могут иметь «спрятанные» акции, о которых они не сообщают покупателям. Затем эти «спрятанные» акции постепенно продаются, что приводит к снижению цены на акции компании.

²⁹ По оценкам Компаний-консультантов, предоставляющих услуги по организации обратных поглощений (Например: компания «Финансы и Кредит», компания Martex Group и др.)

Кроме того, «Шелл-компания» может иметь судебные разбирательства в прошлом. Или существует риск того, что они возникнут в будущем. Продавец «Шелл-компаний» может не проинформировать об этом покупателя. В силу этого обстоятельства обратные слияния иногда имеют негативный репутационный эффект: инвесторы могут опасаться покупать акции компаний, прошедших через процедуру обратного слияния.

Тем не менее, ужесточение требований к раскрытию информации при обратных слияниях со стороны SEC (американская комиссия по ценным бумагам и биржам) позволило в значительной мере сократить количество фактов мошенничества с «Шелл-компаниями». Поэтому «Шелл-компаниями» - это удобный финансовый инструмент для достаточно недорогого и быстрого приобретения статуса публичности и выхода на биржу.

Консультанты, предоставляющие услуги по организации обратных поглощений приводят в качестве аргументов выбора такого способа выхода на фондовый рынок все *основные его преимущества, включая:*

- Более оперативные сроки выхода на биржу по сравнению с IPO.
- В связи с выходом на иностранную биржу рыночная стоимость компании оценивается выше прежней в первую очередь иностранными инвесторами, происходит так называемая переоценка справедливой рыночной цены компании.
- Появление новых возможностей по привлечению финансирования на более выгодных для компании условиях.
- Зачастую меньший уровень затрат, связанный с выходом на биржу по сравнению с IPO.
- Рост ликвидности активов компании посредством появления возможности их продажи через продажу акций на иностранной бирже.
- При использовании процедуры RTO вместо IPO требования к структурированности бизнеса и его прозрачности не такие жесткие.
- Сроки проведения RTO в сравнении с IPO, по оценкам различных экспертов, в 1,5-2 раза меньше.

К минусам обратного поглощения можно отнести следующие:

- Далеко не каждая компания-оболочка является специально созданной для обратного поглощения компанией (blank check). Это означает, что при участии в RTO компании-оболочки «с историей» может возникнуть целый ряд проблем, связанных с ее предыдущей деятельностью, которые придется решать уже новым акционерам. Более того, компания «с историей» может иметь негативный имидж в глазах инвесторов, работающих на фондовом рынке, что не позволит достичь желаемых результатов.

- В случае приобретения не 100% прав на компанию-оболочку возможен целый ряд проблем со старыми акционерами.

- Путем RTO чаще всего выходят не на самые большие торговые площадки, что зачастую приводит к низкорейтинговому позиционированию компании.

Реализация данных преимуществ во многом зависит от стоимости акций компании. Если акции неликвидны и недооценены рынком, их продажа с целью привлечения средств или выхода владельца из бизнеса окажется крайне невыгодной, рыночная стоимость компании не будет отражать ее реальной стоимости, а использование акций в качестве средства платежа не будет отвечать интересам их владельцев. Таким образом, для понимания того, в какой мере компания после обратного поглощения сможет воспользоваться преимуществами своего публичного статуса, необходимо разобраться, насколько будут ликвидны ее акции.

Если целью публичного размещения акций является публичная продажа крупного пакета акций компании сторонним инвесторам, то целью обратного поглощения - только выход компании на фондовый рынок, без привлечения инвестиций сторонних инвесторов. Для привлечения финансирования компания может уже после обратного поглощения организовать частное размещение акций (private investment in public equity, PIPE) или вторичное публичное размещение акций (seasoned equity offering, SEO).

После IPO ликвидность формируется за счет того, что инвесторы получают

крупный пакет акций (от 20 до 50%), за счет публичных маркетинговых мероприятий, предшествующих размещению, освещения результатов деятельности компании аналитиками инвестиционных банков, а также благодаря небольшому дисконту, с которым предлагаются акции в момент IPO, чтобы повысить интерес инвесторов к бумагам компании. Кроме того, IPO обычно проходит на ведущих мировых биржевых площадках, где концентрация инвесторов максимальна. Все указанные факторы приводят к тому, что ликвидность акций компании после размещения обычно очень высока.

После обратного поглощения ситуация кардинально меняется. Количество акций, которыми могут торговать сторонние инвесторы, ограничено пакетом, который отдается в качестве компенсации давним акционерам публичной компании. Размер такого пакета не превышает 10% - собственникам частной компании невыгодно отдавать больше, так как взамен компания не получает финансовых средств. Частная компания не проводит широкой маркетинговой компании до поглощения и часто не привлекает внимания инвестиционных аналитиков после него. Кроме того, обратные поглощения обычно осуществляются на второстепенных биржевых площадках, таких как OTC BB или Pink Sheets в США, AIM в Великобритании, что значительно сужает круг потенциальных инвесторов.

Таким образом, после обратного поглощения акции новой компании обладают, как правило, более низкой ликвидностью, чем после IPO, а значит, и имеют меньше возможностей для реализации преимуществ публичного статуса. По мнению некоторых консультантов, для достижения приемлемого уровня ликвидности после обратного поглощения необходимо в среднем потратить не менее одного года на маркетинговую кампанию среди потенциальных инвесторов.

Консультанты, оказывающие услуги по организации обратных поглощений, утверждают, что данный механизм позволяет компании выйти на фондовый рынок быстрее, с меньшими затратами и меньшими

требованиями со стороны регулирующих органов, чем при IPO. Посмотрим, так ли это на самом деле.³⁰

Как правило, для осуществления IPO требуется около 3 месяцев при условии, что подготовительная работа уже проведена. Однако подготовительный этап может растянуться на годы. Компания, желающая привлечь капитал через IPO, должна предварительно грамотно оформить финансовую отчетность и провести ее аудит, создать единую прозрачную холдинговую структуру, а также приобрести опыт привлечения финансирования. Примером такого опыта может быть выпуск облигаций или продажа неконтрольного пакета акций стратегическому или финансовому инвестору. Инвесторы должны быть уверены, что отчетность компании отражает ее реальное положение, а руководство имеет опыт взаимоотношений с кредиторами, партнерами по бизнесу и инвесторами. При этом если андеррайтер не сможет собрать необходимое количество заявок от инвесторов или текущая конъюнктура рынка, по его мнению, будет неблагоприятной для размещения, то IPO может либо вообще не состояться, либо быть отложенным на неопределенный срок.

Обратное поглощение в свою очередь не требует публичных мероприятий до момента осуществления, поэтому может быть проведено в более короткий срок - от 2 до 6 месяцев. При этом следует понимать, что если целью компании является не только выход на фондовый рынок, но и привлечение финансовых средств, то общий срок увеличивается. Во-первых, вторичное размещение акций или размещение пакета акций среди частных инвесторов требует времени на подготовку. Во-вторых, следует учесть время, потраченное на увеличение ликвидности акций.

Что касается объема затрат на осуществление обратного поглощения и IPO, то проведение первичного размещения подразумевает фиксированную оплату услуг аудиторов и юристов, а также вознаграждение андеррайтера обычно в размере 4-7% от размещенной суммы. Кроме того, чтобы повысить

³⁰ Партин И. Черный ход на фондовый рынок// Журнал «Рынок ценных бумаг» №12(339) 2007г.

привлекательность акций для потенциальных инвесторов, их цена при размещении заявляется на уровне на 10-15% ниже их реальной стоимости. Суммарные затраты на IPO обычно исчисляются миллионами долларов, без учета дисконта по акциям.

Проведение обратного поглощения влечет за собой затраты на юридическое оформление сделки, на приобретение «компаний-оболочки» (давним акционерам «компаний-оболочки» достается 5-10% акций) и на вознаграждение консультантов, организующих поглощение. Общая стоимость проведения обратного поглощения обычно не превышает \$0,5 млн., без учета стоимости акций частной компании, которые достаются давним акционерам «компаний-оболочки» и консультантам.

При этом следует учитывать, что осуществление вторичного публичного или частного размещения после обратного поглощения потребует соответствующих дополнительных затрат. Кроме того, инвестировать необходимо и в создание ликвидного рынка акций компании.

Таким образом, можно с уверенностью говорить только о том, что обратное поглощение является менее затратным способом выхода на фондовый рынок, чем публичное размещение, в случае, если компании после поглощения не требуется привлечения внешнего финансирования в краткосрочном периоде. В противном случае затраты на обратное поглощение вместе с вторичным размещением могут быть сравнимы с затратами на IPO.

Еще одним преимуществом обратного поглощения являются менее жесткие требования к раскрытию информации со стороны частной компании. Если формирование новой публичной компании через IPO можно сравнить с рождением ребенка, то обратное поглощение - с усыновлением: оно проходит тихо, без привлечения внимания, и все узнают о нем только после того, как оно произошло. Поэтому никто не заставляет частную компанию до обратного поглощения готовить меморандумы, проспекты эмиссии и прочие документы.

Однако помимо информации, раскрываемой при регистрации публичного размещения, существует также и информация, регулярно предоставляемая публичной компанией в регулирующие органы. Преимуществом обратного поглощения является то, что оно позволяет компании ограничиться только списком регулярно подаваемых документов, который на некоторых биржах подразумевает раскрытие значительно меньшего объема информации, чем при размещении.

С одной стороны, раскрытие небольшого объема информации не вынуждает компанию сообщать сведения, которые могут ее скомпрометировать. С другой стороны, менее прозрачная компания является более рискованным, а значит, менее привлекательным объектом вложения для потенциальных инвесторов, что ограничивает спрос на ее акции и их ликвидность.

Таким образом, после осуществления поглощения в целях повышения стоимости акций, компания, так или иначе, будет вынуждена регулярно раскрывать информацию в том же объеме, что и после IPO, а значит, неполное раскрытие информации является скорее надуманным аргументом в пользу обратного поглощения.

В качестве примеров выхода российских компаний и компаний из СНГ на международный фондовый рынок посредством обратного поглощения можно назвать следующие:

На американский рынок методом обратного поглощения вышла небольшая нефтяная компания ЗАО «Голойл», которая в качестве «Шелл-компаний» выбрала себе американскую Teton Petroleum, торгуется на American Stock Exchange.

На сегодняшний день суммарные активы Teton Petroleum \$10 млн., годовой оборот в \$6,9 млн., капитализация компании более \$31,1 млн., ежедневный оборот в США - около 20 тысяч акций на общую сумму примерно \$100 тыс.

По соотношению цены акций к размерам оборота (4,5) оценка Teton Petroleum в США в 2,5 раза выше, чем оценка российским фондовым рынком таких гигантов, как (в прошлом) Юкос и Лукойл (соотношение 2,6 и 1,0 соответственно).

Еще одним примером, на сегодняшний день, может служить проходящая сделка «Сибур — Русские шины» и «Amtel-Vredestein»:

наиболее вероятной схемой слияния «Сибур — Русские шины» и Amtel-Vredestein станет процедура обратного выкупа. Ожидается, что 100% акций «Сибур — Русские шины» перейдут в распоряжение Amtel, а «Сибур» получит долю в объединенной компании, уже торгующейся на Лондонской фондовой бирже. Сделка по слиянию Amtel и «Сибур — Русские шины» близка к завершению.³¹

Еще одним примером прекрасного результата обратного поглощения является выход одной Украинской частной компании IDDS на биржу OTC BB.

В качестве Шелл-компании в данной сделке обратного поглощения выступала публичная Intrac, Inc. Сделка была проведена всего за 19 дней. В результате акции публичной компании были распределены следующим образом: 71,5% остались под контролем бывших владельцев частной компании IDDS, 4,5% — во владении прежних собственников Intrac, Inc., а 24% стали собственностью инвесторов, которые получили акции дополнительной эмиссии в объеме \$18 млн.

Для того, чтобы поддержать успешность проведения сделки, российской частной компании (в данном случае уже публичной) необходимо обрести все свойства публичной компании, такие как сильный менеджмент, качественный бизнес-план, хорошие активы а, также аудит по общепризнанным стандартам (GAAP).³²

³¹ Шабашов Д. «Сибур — Русские шины» станет «дочкой» Amtel-Vredestein и получит над ней контроль//РБК daily, 09.04.2008

³² Прудковских В. К публице — через заднюю дверь //Журнал Компаньон № 22 (486) Май 2006

Глава III. Рекомендации российским компаниям-эмитентам в проведении процесса привлечения инвестиций на международных торговых площадках индустриальных стран

§ 3.1. Due Diligence как необходимая и неотъемлемая составляющая процесса привлечения инвестиций

Составной частью процесса привлечения инвестиций является проведение тщательного изучения всех аспектов бизнеса аудиторами, бизнес-аналитиками, ведущими андеррайтерами, их юристами или нанятым независимым юридическим консультантом. Эта процедура является необходимой и неотъемлемой составляющей процесса подготовки к привлечению инвестиций, вне зависимости от способа их привлечения.

Данную процедуру называют Due Diligence - проверка должной добросовестности или обеспечение надлежащего соответствия.³³

Due Diligence представляет собой процедуру тщательного исследования деятельности компании и бизнеса с целью удостоверения в том, что раскрываемые сведения не содержат никаких неточностей, искажений или упущений. В процессе привлечения инвестиций на основе выхода компаний на рынки акций и депозитарных расписок Due Diligence, как правило, продолжается по меньшей мере в течении 60 дней, и требует от менеджеров компании всестороннего взаимодействия с проверяющими.³⁴

Следует отметить, что в зависимости от способа получения публичного статуса компанией, проведение процедуры Due Diligence имеет свое специфическое назначение.

Попытаемся определить, каким субъектам и для какой цели требуется процедура Due Diligence в рамках процесса проведения IPO.

³³ Гулькин П.Г. «Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO)», Аналитический центр «Альпари СПб», Санкт-Петербург, 2002 г.

³⁴ Источник: www.rusconsult.ru

Кому требуется	Назначение
Инвестор или группа инвесторов	Принятие окончательного решения о возможности инвестирования
Ведущий Андеррайтер	Изучить бизнес и финансовую состоятельность потенциального заемщика
Компания-эмитент	Такие компании стараются работать на перспективу, понимая, что уже сам факт проведения такой процедуры является хорошим знаком для потенциального круга инвесторов и дальнейшего успешного приобретения публичного статуса.

Ниже приведенная таблица показывает, каким субъектам и для какой цели требуется процедура Due Diligence в рамках получения публичного статуса компанией методом обратного поглощения.

Кому требуется	Назначение
Частной компании, нацеленной на получение публичного статуса	Предоставляет возможность получить максимально полную информацию о «Шелл-компании», ее позиции на рынке, процедура Due Diligence не только выявляет потенциально рискованные зоны, которые требуют дальнейшего исследования, но также потенциальные выгоды от предложенной сделки. В случае, когда цена «Шелл-компании» между сторонами не была согласована до проведения процедуры DD, основным заданием DD будет определение цены предложения вместе с другими важными (существенными) условиями сделки. С другой стороны, если цена была согласована до момента проведения DD, эта процедура может быть использована как обоснованность предложенной цены.

Проведение процедуры Due Diligence предусматривает проверку:³⁵

- организационно - правовых документов;
- прав собственности;
- долговых обязательств;
- лицензий и разрешений;
- контрактов;

³⁵ Идрисов А. Подготовка предприятия для привлечения инвестиций.//Сайт «Корпоративный менеджмент», www.cfin.ru

- отчетов о судебных и арбитражных разбирательствах;
- финансовых и налоговых отчетов;
- разрешений на выпуск ценных бумаг и их регистрацию, проспекты эмиссии;
- детальной информации о ключевых управляющих: имя, адрес, возраст, опыт, должность, описание должностных обязанностей в компании, зарплата и система стимулирования;
- внутренних действующих структур с учетом следующего: кто планирует, контролирует, выполняет функции, анализирует их результаты, а также, какие управленческие решения и действия обычно принимаются.

На практике при реализации процесса привлечения инвестиций исследование в форме Due Diligence состоит из финансового, налогового анализа, анализа положения компании на рынке и анализа юридических аспектов:



Схема 3.1.1. Основные составляющие Due Diligence³⁶

³⁶ Орлов А.А., Рыбаков С.А. «Покупка и продажа бизнеса. Российская практика»// Издательство «Вершина», 2006 г.

Финансовый анализ (Financial Due Diligence)³⁷

Финансовый анализ дает заключение о способности предприятия приносить доход. Финансовый анализ целесообразно проводить одновременно с аудитом предприятия, в ходе которого определяются правильность ведения бухгалтерского учета, достоверность отчетности и другой документации и их соответствие нормативным актам. В процессе финансового анализа анализируется структура активов и пассивов предприятия, его доходы, финансовые коэффициенты и система финансового планирования и контроля, также рассматриваются основы стоимостной оценки и признания обязательств. Разъясняются и комментируются факторы, лежащие в основе сообщаемых коммерческих результатов за последние годы и необычные и непериодические показатели, которые существенно влияют на результаты. Рассматривается характер движения денежных средств за последнее время и факторы, оказывающие на него значительное влияние. Дается комментарий прогнозам руководства относительно перспектив коммерческой деятельности, потоков денежных средств, уделяя особое внимание их соотношению с нынешним объемом торговли.

Анализ юридических аспектов (Legal Due Diligence)

Правовая экспертиза определяет деятельность компании в соответствии с действующими нормативными актами в области гражданского, трудового, корпоративного права. Рассмотрению подлежат: учредительные документы; титулы собственности на имущество; заключенные крупные сделки и сделки с заинтересованностью на соответствие требованиям антимонопольного и валютного законодательства; свидетельства, патенты, торговые марки, лицензии, исполнение заключенных договоров и проверка их на соответствие действующему законодательству. В ходе правовой проверки составляются рекомендации по изменению редакции документации предприятия на соответствие ее существующим нормам юриспруденции.

³⁷ Источник: www.finic.ru

Налоговый анализ (Tax Due Diligence)

Анализ налогового положения бизнеса, при котором проводится оценка налогового бремени компании, оцениваются возможности налоговой оптимизации. Необходимым элементом является анализ заключенных компанией сделок с точки зрения налоговых рисков, нарушения налогового законодательства. Одновременно проводится оценка риска предъявления претензий со стороны налоговых органов. Также при постановке данной задачи в ходе налогового анализа может быть выявлена возможность налоговой оптимизации.

Анализ положения на рынке (Market Due Diligence)

Анализ положения на рынке, перспективы существования, возможности развития производства и технологий, сопоставление с данными о потребностях рынка, с оценкой деятельности компании, основными игроками на рынке на основе всестороннего исследования, технологий, существующих на рынке, с используемыми на данном предприятии и определение их жизнеспособности для существования и продвижения. Определяется положение компании в конкурентной среде, анализируется потенциал и перспективы развития рынка, оцениваются возможности по развитию компании в соответствии с динамикой рынка. На этом этапе строятся прогнозы развития рынка и конкуренции, анализируются потенциальные возможности и наличие необходимых для дальнейшего развития ресурсов как у компании и ее партнеров, так и у конкурентов.

Стоит отметить, что в последнее время все большую популярность и необходимость набирает также такое важное направление исследования как *Environmental Due Diligence* (Анализ воздействия на окружающую среду). При этом изучается влияние, которое деятельность предприятия оказывает на окружающую среду либо будет оказывать в результате реализации инвестиционного проекта. Актуальность этого вида анализа возросла с повышением активности международных инвесторов (например,

ЕБРР), которые могут ставить в качестве условия участия в проекте реализацию предприятиями природоохранных мероприятий.

Рассмотрим последовательность реализации процедур Due Diligence:

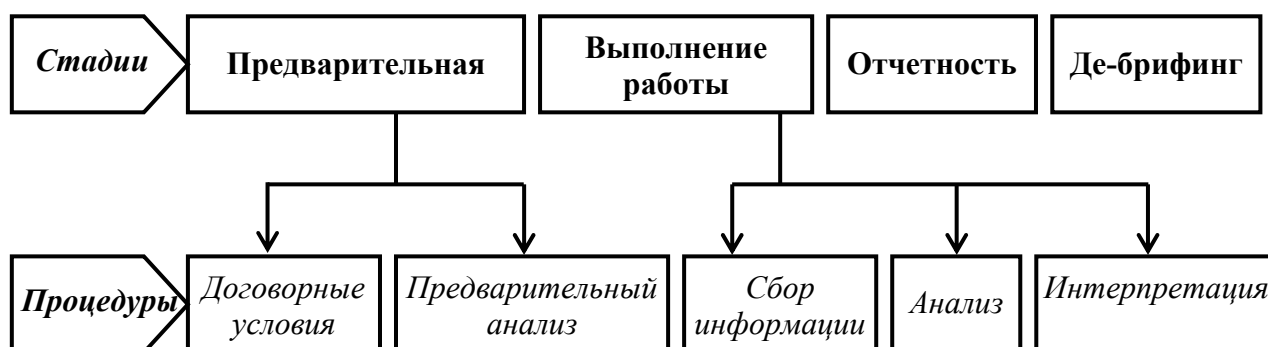


Схема 3.1.2 Последовательность процедур реализации Due Diligence³⁸

На предварительной стадии компания, заинтересованная в проведении Due Diligence, и консультант (компания, проводящая Due Diligence) должны выработать четкое совместное понимание относительно целей и задач, стоящих при проведении проверки. При этом необходимо установить, как клиент оценивает стоимость исследуемого предприятия, как предприятие соответствует стратегии клиента, и на какой информации базируется предположение.

Обычно в первый день работы проектной группы на исследуемом предприятии организуется встреча с руководством и происходит предварительное знакомство с деятельностью предприятия. Затем начинается сбор данных на месте в ходе контактов с аудиторами предприятия, анализа аудиторской документации за последние два-три года и налоговой документации за период до шести лет.

Для организации работ по проведению Due Diligence выделяется «информационный кабинет» (data room), куда стекается вся полученная информация, копии различной внутренней финансовой и коммерческой документации, копии аудиторской документации. Здесь же происходит ее предварительная обработка и анализ.

³⁸ Нетыкша О. «Due Diligence: кем, когда и зачем применяется» // Журнал «Финансовый Директор», №12 Киев 2006 г.

В ходе проверки запрашиваются данные, которые консультант хочет воспроизвести в отчете по итогам проведения проверки, анализируются финансовая информация, изложенная в управленческих или иных отчетах, периодически опрашивается персонал предприятия. На данной стадии начинает формироваться проект итогового отчета. Однако оценка, проводимая при этом, по существу, является аналитической, а степень, с которой происходит проверка данных, обычно чрезвычайно ограничена. Чтобы иметь объективную информацию, необходимо полученную внутреннюю информацию сравнивать с информацией и объяснениями, полученными из других источников, объяснять любые существенные несоответствия.

Зачастую процедуры проверки имущества и обязательств совмещают с их инвентаризацией. Для этого в состав инвентаризационной комиссии включают консультанта (аудитора). При этом проверяются как фактическое состояние объектов, так и техническое, оценивается рыночная стоимость имущества, пригодность для производства, износ, потребность в ремонте (текущем и капитальном), необходимость основных средств для бизнеса (и перспективы продажи ненужных основных средств), потребность в обновлении основных средств для развития бизнеса. Для проведения due diligence могут привлекать оценщиков, а также соответствующих технических специалистов.

Безусловно, в каждом конкретном случае существуют свои специфические особенности проведения Due Diligence в данных условиях. Однако выделяют и общие подходы к решению данной проблемы:³⁹

- получение и анализ информации, находящейся в открытом доступе;
- организация запросов в различные органы;
- инициация налоговой проверки (с условием возможности дальнейшего использования полученной информации);

³⁹ Нетыкша О. «Due Diligence: кем, когда и зачем применяется» // Журнал «Финансовый Директор», №12 Киев 2006 г.

- получение информации от конкурентов;
- участие в процессе инвентаризации;
- получение инсайдерской информации от сотрудников объекта поглощения, лояльных к поглощающей компании.

В ходе проведения Due Diligence на различных его этапах проводится перекрестная проверка данных, полученных в ходе предшествующих работ, для формирования объективной и полной оценки деятельности компании.

После завершения работ по каждому из разделов составляется промежуточный отчет, в который входят результаты исследований по данному направлению, а также вся собранная документация.

По итогам выполнения работ по всем направлениям составляется Итоговый отчет. Данный отчет должен содержать абсолютно полную информацию о состоянии компании, планах ее развития и обеспеченности ресурсами, включая комплексный анализ финансового состояния компании, отношений с государственными органами и контрагентами.

Отчет по результатам процедуры Due Diligence является одним из важнейших документов при подготовке предприятия к публичному размещению акций.

Структура и содержание итогового отчета процедуры Due Diligence

Объем финансового исследования может значительно колебаться. Продолжительность и объем проведения Due Diligence зависят от различных факторов, таких как:

- размер изучаемого предприятия;
- степень знакомства поглощающей компании с объектом исследования или наличие его собственных исследований;
- возможность доступа на предприятие;
- существенность инвестиций для клиента;
- затраты, которые клиент желает понести.

С учетом данных факторов, итоговый отчет о проведении Due Diligence может иметь следующую структуру:⁴⁰

1. Введение;
2. Краткое изложение результатов анализа;
3. История компании и позиция на рынке;
4. Организационная структура и персонал;
5. Принципы бухгалтерского учета и информационные системы;
6. Результаты коммерческой деятельности;
7. Чистые активы;
8. Движение денежных средств;
9. Налоги;
10. Финансовый прогноз;
11. Другие вопросы.

Более ограниченный анализ ведет к уменьшению объема проведения анализа по истории и рыночной позиции предприятия, организационной структуре, персоналу и принципам бухгалтерского учета. Ограниченный анализ проводится либо вследствие того, что подробности уже известны, либо потому, что они не являются существенными для принятия решения об инвестициях. В некоторых случаях эти и другие разделы полностью опускаются.

В целом, большая часть клиентов предпочитает сжатые отчеты, в которых излишние подробности выносятся в Приложениях. Даже при составлении всеобъемлющего отчета, например расширенного отчета о размещении займов, при его составлении необходимо придерживаться максимальной конкретизации, чтобы сообщить о полученных результатах наиболее доступно и эффективно.

Иногда отчет предоставляется в форме доклада, характерного для презентаций с сопроводительными слайдами Powerpoint. Такой вариант

⁴⁰ Нетыкша О. «Due Diligence: кем, когда и зачем применяется» // Журнал «Финансовый Директор», №12 Киев 2006 г.

наиболее вероятен, если проводится ограниченный анализ в течение небольшого срока, а объем выводов невелик.

Имеется ряд различных типов отчета, которые можно составить с учетом условий проведения исследования.

Подводя итог данному параграфу, следует отметить, что проведение процедуры Due Diligence является необходимым звеном в процессе получения публичного статуса компанией, независимо от способа его проведения, но различается ее назначение.

В результате проведения Due Diligence при публичном размещении акций происходит объективное и достоверное раскрытие информации широкому кругу инвесторов, а также анализируются возможные экономические, юридические и документарные препятствия для организации публичного размещения.

В процессе получения публичного статуса методом обратного поглощения проведение Due Diligence также носит неотъемлемый характер. Только посредством проведения данной процедуры акционеры частной компании смогут получить абсолютно всю интересующую их информацию относительно приобретаемой публичной компании (Шелл-компании), ее состояния на рынке, а также сформировать ее объективную стоимость.

§ 3.2. Рекомендации различным компаниям при выборе инструментов и торговой площадки для привлечения инвестиций

Выбор торговой площадки и способа размещения акций во многом зависит от целей и возможностей, которыми обладает компания-эмитент.

На сегодняшний день финансирование роста становится все более актуальной темой для российских компаний. Наиболее качественный инструмент этого финансирования - привлечение средств в капитал компании через первичное публичное размещение акций (IPO). Но процесс подготовки к выходу на публичный рынок и собственно процедура IPO являются весьма сложными. Тем не менее, скорость развития стала

требованием значительного числа внутренних рынков, и, отказавшись или отложив IPO, компании по-прежнему нуждаются в средствах. Чаще всего такие потребности покрываются с помощью использования других инструментов - долговых (кредиты, облигации) или инвестиционных (частное размещение акций). Вместе с тем, с помощью метода обратного поглощения (*reverse takeover – RTO, reverse merger – RM*) быстро развивающиеся средние и небольшие компании могут стать публичными с меньшими административными, финансовыми и временными затратами.

На основании описанных методов попытаемся установить, каким же компаниям целесообразнее провести IPO, а каким следует прибегнуть к методу обратного поглощения.

Теоретически прибегнуть к проведению процесса IPO может любая компания. Однако существуют определенные ограничения и критерии для игроков как с точки зрения целесообразности и эффективности, так и со стороны требований регуляторов бирж и инвестиционного сообщества.

Для того чтобы компании прибегнуть к проведению процесса IPO, ей, прежде всего, следует соответствовать следующим критериям.

Пожалуй, одним из наиболее значимых критериев можно назвать ***размер компании***.

При малых размерах компании из-за значительной затратной части осуществить процесс проведения IPO будет нецелесообразно. Также стоит отметить, что на акции такой компании будет отсутствовать спрос со стороны широкого круга инвесторов.

Как показывает опыт российских компаний по проведению IPO, для успешного выхода компании на западный фондовый рынок необходимо, чтобы размер ее капитализации составлял не менее \$150 млн.

Наряду с размером компании, достаточно важной составляющей успешного проведения IPO является ***объем привлекаемых средств***.

Компании необходимо не только четко представлять, какой объем средств она хотела бы привлечь, но и какой пакет акций будет интересен инвесторам,

а также выбрать благоприятный момент для выхода на рынок, чтобы максимально выгодно осуществить размещение. К тому же это позволит получить оптимальную цену за предложенный пакет акций.

В связи с тем, что размещение акций на фондовом рынке приводит к определенной потере контроля, компания должна четко определить, ***какой размер пакета акций она может предложить к продаже.***

Как показывает практика, для успешного размещения необходимо предложить пакет, содержащий минимум 10% акций. В случае если акционеры не могут достичь соглашения о величине пакета размещения, то имеет смысл на первоначальном этапе рассмотреть другие методы выхода на международные торговые площадки.

Немаловажной составляющей успешного проведения IPO является ***прозрачность бизнеса и открытость компании.***

При принятии решения о приобретении акций компании инвесторы хотят иметь полное представление о компании, ее финансовом положении, перспективах развития, уровне управления и т. д. Без этого никто не будет вкладывать средства в нее. Поэтому процедура проведения IPO подразумевает должную проверку бизнеса, которая осуществляется внешними консультантами, к мнению которых будет прислушиваться широкий круг инвесторов. Следует отметить, что открытость и прозрачность требуют от компании раскрытие структуры собственности, финансовых и экономических показателей и т. п. Если компания намерена выходить на зарубежный рынок посредством проведения IPO, то ей обязательно потребуется формирование отчетности по международным стандартам. В связи с этим компании следует заблаговременно позаботиться о данных стандартах отчетности и быть готовой к увеличению расходной части, как временной, так и материальной.

Для удовлетворения желания инвесторов не только в сохранности средств, но и в их преумножении, компания должна показывать ***положительную динамику развития.***

Динамичное развитие является главным аргументом привлекательности акций компании. Как показывает практика, для успешного проведения IPO и появления интереса со стороны инвесторов, ежегодный рост компании в преддверии размещения должен составлять, порядка 15-20%.

Наличие положительной публичной кредитной истории хорошо сказывается на имидже компании. Это характеризует ее не только как добросовестного заемщика, но и как компанию, которая может эффективно распоряжаться долговыми финансовыми ресурсами. Для получения положительной кредитной истории, компании следует осуществить выход на долговой рынок посредством осуществления публичных вексельных программ и облигационных займов. Такая история сформирует положительное мнение о компании у инвесторов, а также позволит упростить ей задачу проведения процесса IPO.

Понимание целей проведения IPO.

Данный критерий заключается в четком понимании акционерами того, для чего необходимо проводить IPO компании. Цель выхода должна быть определена и понятна не только акционерам, но и менеджменту. Это позволит наиболее эффективно проработать мероприятия по ее достижению.

Стоит отметить, что интерес к акциям компании напрямую зависит от мнения инвесторов. Им необходимо знать, с какой целью выходит компания на публичный рынок, с какой целью привлекаются средства, и куда они пойдут. Для этого компании необходимо иметь четкую инвестиционную программу, которая бы показывала ее планы относительно привлеченных средств и дальнейшее развитие.

Следующим важным критерием для успешного выхода компании на международные рынки посредством проведения IPO является ***корпоративное управление компанией.***

Данный критерий, прежде всего, связан с достаточно трепетным отношением со стороны инвесторов к корпоративному управлению компанией. В связи с этим для повышения уровня корпоративного

управления компании предстоит провести соответствующие изменения в своей корпоративной сфере, а как следствие, реструктуризацию своего уровня корпоративного управления.

Последним существенным критерием при осуществлении процесса IPO является *взаимодействие с инвесторами*.

Он заключается в том, что после размещения компании необходимо постоянно общаться и работать с инвесторами, готовить для них информацию, уведомлять о существенных фактах, комментировать свои действия и объяснять возникшие ситуации. Это занимает время, требует определенных людских и материальных ресурсов. Компании также придется нести затраты на публикации отчетности, вносимых изменений, ее новостей, поддержания имиджа, составление презентаций и т. д.

В связи с выше сказанным можно определить компании-эмитентов, потенциальных участников процесса IPO, которые, в свою очередь, целесообразнее объединить в группы.

К **первой группе** можно отнести компании, достигшие в своем развитии такого уровня, когда публичность является необходимым элементом дальнейшего развития компании. *К таким компаниям в отечественной практике относятся:*⁴¹

- крупные финансово-промышленные группы (прежде всего сырьевого сектора и финансового сектора);
- компании, стремящиеся к транснациональному уровню;
- монополисты или крупные отраслевые игроки (для которых использование IPO способствует диверсификации их бизнеса либо дает возможность доминировать на рынке, помогает в их стремлении к монополизации рынка).

Ко **второй группе** потенциальных участников IPO можно отнести компании, для которых выход на публичный рынок дает возможность

⁴¹ Гвардин С.В. «IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний» //Москва: Вершина, 2007 г.

реализовать свои крупные инвестиционные проекты. Эти компании довольно динамично развиваются и нуждаются в крупных инвестициях.

- компании среднего уровня, ставящие перед собой цель стать крупными отраслевыми игроками или занять существенную долю рынка;
- компании, для которых акционерное финансирование является единственной возможностью привлечения необходимых финансовых средств.

К **третьей группе** следует отнести компании, для которых выход на международный рынок посредством IPO является одним из элементов стратегии развития. К ним относятся небольшие инновационные компании, а также компании, владельцы которых стремятся выгодно продать свою долю.

В свою очередь, компаниями, которым целесообразно прибегнуть к методу обратного поглощения, являются те, которые не планируют скорого привлечения финансирования после приобретения публичного статуса. Такие компании могут посредством обратного поглощения заранее выйти на биржу для создания успешной публичной истории, которая позволит им в будущем привлекать средства на более выгодных условиях.

Помимо этого, обратное поглощение может быть эффективно для компаний со средним годовым оборотом до \$300 млн. в год, способных показать многократный рост стоимости за короткий период.⁴² Быстрое увеличение стоимости будет способствовать резкому повышению интереса инвесторов к компании, росту ликвидности акций и их цены, что позволит акционерам раньше воспользоваться всеми преимуществами публичного статуса.

Примером таких компаний могут служить компании в горно-добывающей отрасли, как крупные транснациональные корпорации, так и множество небольших компаний данного сектора. Их основной деятельностью является приобретение и разведка новых месторождений по всему миру с целью последующей продажи крупному инвестору.

⁴² По оценкам Компаний-консультантов, предоставляющих услуги по организации обратных поглощений (Например: компания «Финансы и Кредит», компания Martex Group и др.)

Небольшие горно-добывающие компании обычно слишком малы для проведения IPO, однако публичный статус необходим им для привлечения внимания со стороны потенциальных покупателей. Поэтому обратное поглощение может стать для таких компаний приемлемой альтернативой проведения IPO.

К методу обратного поглощения прибегают не только компании из горно-добывающих отраслей, но и из других быстрорастущих сегментов рынка.

При рассмотрении целесообразности данного механизма выхода на международный рынок следует учесть, что данный механизм может быть эффективен лишь для быстрорастущих компаний. Компаниям с низким потенциалом роста стоимости использовать механизм обратного поглощения не рекомендуется, так как сделать ликвидным рынок их акций будет очень сложно.

Выбор торговой площадки для приобретения публичного статуса во многом зависит от целей, задач и возможностей, которыми обладает компания-эмитент. Каждая из площадок имеет свои преимущества и недостатки, однако привлечение инвестиций на западных рынках позволяет компании извлечь максимальную выгоду, которая в свою очередь, достигается за счет минимизации расходов и максимизации отдачи от продажи акций компании широкому кругу инвесторов. Попробуем рассмотреть факторы, влияющие на выбор компанией той или иной площадки.

Основным фактором, предопределяющим выбор площадки для размещения компанией-эмитентом, является ***размер размещения***. Соответственно, чем выше планируемый объем привлечения, тем больше вероятность выбора падает на крупные торговые площадки NYSE, LSE-main, так как менее развитые фондовые рынки не могут обеспечить компании необходимый объем, либо структура инвесторов не будет удовлетворять

потребностям компании. В свою очередь средним и небольшим компаниям следует присмотреться к AIM.

Следующим немаловажным фактором, влияющим на выбор площадки, для размещения является наличие **целевой базы инвесторов**. Для максимизации объема привлечения большое значение для компании-эмитента имеет наличие в них отраслевых инвесторов, которые смогут по достоинству оценить компанию и предложить за нее хорошую цену. Это в первую очередь связано с тем, что не всегда инвесторы понимают специфику деятельности компании, что в свою очередь негативно отражается на ее оценке.

При выборе компанией торговой площадки важно также учитывать **ликвидность пакета размещения и требования отдельных бирж к размещаемому пакету**. То есть данный фактор определяет, насколько пакет акций компании будет-ликвиден. В противном случае компании либо придется пересматривать размер размещения, либо рассматривать альтернативные площадки для размещения.

Немаловажным при выборе биржи является **национальное законодательство**. Так, например, американские биржи пострадали от ужесточения норм, регулирующих деятельность финансовых рынков, что привело к снижению активности выхода компаний на рынок IPO. И главной причиной этого называют неоднозначный закон Сарбэйнса-Оксли, принятый в 2002 году после скандального банкротства корпорации Enron.

Поэтому, прежде чем выйти на рынок той или иной страны, следует внимательно изучить национальное законодательство, регламентирующее фондовый рынок, корпоративное право и т. д.

Также одним из главных факторов оказывающих существенное влияние на выбор многих компаний (особенно не очень крупных), является **стоимость размещения**. В связи с чем, сравнительная характеристика разных площадок по стоимости проведения на них IPO всегда имеет место.

<i>Биржа</i>	<i>Стоимость услуг</i>
<i>Американская</i> Nasdaq NYSE	€120,0 тыс. - допуск + €40,0 тыс.- ежегодно €140,0 тыс. - допуск + от €30,0 тыс.- ежегодно
<i>Великобритания</i> LSE AIM	€85,0 тыс. - допуск + €8,0 тыс.- ежегодно €5,7 тыс. - допуск + €5,7 тыс.- ежегодно
<i>Европейская</i> Euronext Deutsche Börse	€85,0 тыс. – допуск +€7,5 тыс. ежегодно

Таблица 3.2.1 Стоимость услуг фондовых бирж⁴³

Как показывает практика, **временные издержки на подготовку и проведение размещения** также оказывают достаточно сильное влияние на выбор площадки. Стоимость напрямую зависит от временного фактора проведения процесса размещения. Поэтому при выборе площадки для размещения компании эмитенту следует учитывать влияние данного фактора. Сравнение временных затрат на подготовку и проведения размещения на различных площадках показано в Приложении 5 (Табл. 5).

В последнюю очередь можно выделить **исторический опыт**, как фактор, оказывающий непосредственной влияние на выбор площадки компании эмитента. К данному критерию относятся направления развития фондовых бирж в различных странах (отраслевая специфика), их развитость, принятые обычаи делового оборота и т. п.

На основании выше сказанного, можно сравнить основные положительные и отрицательные стороны различных площадок (Приложение 9 (Табл. 10).

В качестве рекомендаций отечественным компаниям можно дать следующие: крупным компаниям, активно вовлеченным в международную торговлю, целесообразнее рассматривать процесс привлечения инвестиций посредством первичного размещения акций IPO на крупнейших (имиджевых) международных торговых площадках, а именно: на New York Stock Exchange

⁴³ Дана чистая стоимость услуг фондовых бирж, без учета расходов на юридического советника и проведения due diligence (порядка €75-€115 тыс.), услуги банка-депозитария (порядка €20-€45 тыс.), прочие расходы (перевод документов, печать инвестиционного меморандума и др.) (порядка €45-€75 тыс.), а также расходы на проведения road-show и оплату услуг инвестиционных консультантов стоимость, которых являются предметом переговоров.

(NYSE) и London Stock Exchange (Main market). Размещение посредством проведения IPO положительно сказывается на повышении общего статуса, кредитного рейтинга и престижа компании, что позволяет ей легче налаживать коммерческие связи и привлекать заёмные средства за рубежом, где эти средства остаются гораздо более дешевыми, чем в России, и предоставляются на гораздо более длительные сроки.

В свою очередь быстрорастущим компаниям среднего размера и компаниям, представляющим малый инновационный бизнес, следует обратиться к такому инструменту, как метод обратного поглощения, либо рассматривать первичное размещение на *Альтернативном инвестиционном рынке (AIM)* в Лондоне. Это позволит компаниям легче и дешевле привлекать западные инвестиции посредством приобретения публичного статуса.

Подводя итог данному параграфу, следует отметить, что 2007 год стал абсолютным рекордсменом по объему публичных размещений за всю историю российского опыта проведения IPO. Однако в связи со сложившейся неблагоприятной ситуацией на мировых финансовых рынках, учитывая сложившиеся тенденции 2008 г., а также тот факт, что большинство крупнейших компаний уже осуществили свои IPO, можно ожидать сокращения совокупного объема IPO при сохранении количества размещаемых компаний приблизительно на том же уровне. Этот факт свидетельствует о том, что пришло время компаний средней капитализации. Так, в ближайшие годы собираются разместиться ряд отечественных компаний (Приложение 10 (Табл. 11), но до биржи доберется, скорее всего, не более половины, а то и трети, что в свою очередь увеличит спрос на альтернативные методы получения публичного статуса, одним из которых является метод обратного поглощения.

Заключение

В данной магистерской диссертации были раскрыты основные методы привлечения инвестиций на основе выхода компании на рынки акций и депозитарных расписок индустриальных стран: первичное публичное размещение акций и основной финансовый инструмент, используемый российскими компаниями-эмитентами (депозитарные расписки), а также метод обратного поглощения.

В рамках исследования привлечения инвестиций с помощью IPO были освещены вопросы: теоретического обоснования содержания IPO как основного источника привлечения капитала российскими компаниями, нормативного регулирования и проблем, возникающих в ходе подготовки компании к выходу на открытый рынок, а также показаны основные этапы проведения первичного размещения и роль основных участников в проведении первичного публичного размещения акции.

В работе достаточное место отведено основным торговым площадкам, используемым отечественными компаниями для получения публичного статуса, а именно: показаны их основные требования, положительные и отрицательные стороны для российских компаний-эмитентов.

В рамках анализа альтернативных механизмов привлечения инвестиций были исследованы депозитарные расписки как основной финансовый инструмент, используемый российскими компаниями-эмитентами при проведении IPO, а также метод обратного поглощения.

При рассмотрении депозитарных расписок представлена их расширенная классификация, дано определение согласно американского и российского законодательства, охарактеризован механизм создания и функционирования ДР, проанализирована российская практика использования отечественными компаниями данного финансового инструмента.

Для раскрытия механизма привлечения инвестиций с помощью метода обратного поглощения показана история развития данного метода на основе его применения западными компаниями. Дано его определение,

использующееся в международной практике, рассмотрены основные участники данного метода привлечения инвестиций, представлены основные схемы получения публичного статуса методом обратного поглощения.

Следствием проведенного анализа методов привлечения инвестиций, их положительных и отрицательных сторон для российских компаний-эмитентов являются собственные рекомендации компаниям-эмитентам в проведении процесса привлечения инвестиций на международных торговых площадках индустриальных стран. В качестве рекомендации компаниям-эмитентам рассмотрен процесс объективного получения информации Due Diligence, а именно: дано его теоретическое обоснование, раскрыты основные аспекты данной процедуры, главные участники, а также цели и назначение для компаний-эмитентов.

Кроме того, на основе практики российских компаний-эмитентов в качестве рекомендаций приведены основные критерии для выбора торговой площадки, а также наиболее оптимального метода привлечения инвестиций.

На сегодняшний день актуальность темы весьма велика, что обусловлено желанием многих отечественных компаний к устойчивому, динамичному развитию, а как следствие, к привлечению внешнего акционерного или заемного капитала. В связи с этим в последнее время наблюдается стремительный рост темпов выхода отечественных компаний на международные фондовые биржи. Для решения ряда проблем и улучшения процедуры выхода российских компаний на международные торговые площадки, и, соответственно, минимизации затрат и повышения уровня обслуживания требуется детальное изучение, анализ и оценка перспектив развития данного направления в деятельности отечественных компаний.

Тем не менее, остается немало нерешенных проблем для осуществления процесса привлечения инвестиций российскими эмитентами. Так, огромный спрос отечественных компаний на западные торговые площадки негативно отражается на отечественных биржах, что заставляет регулятора российского фондового рынка внести ряд законодательных изменений в механизм

проведения и регулирования IPO на российском рынке. Теперь при проведении зарубежного IPO российские эмитенты должны предлагать не менее 30% акций данного выпуска на отечественном рынке. Дополнительно ФСФР снизила лимит выпуска депозитарных расписок с 40 до 35% капитала. Кроме того, существенно сокращается срок между первичным размещением и вторичными торгами на российском рынке, так как теперь не нужно регистрировать отчет об эмиссии в ФСФР, требуется лишь уведомление регулятора.

Так, с целью постепенного снижения доли иностранных инвесторов в отечественных компаниях со стороны правительства принимается ряд нормативных актов. Среди них следует особо отметить вступивший в силу в мае этого года Закон «Об ограничении доступа иностранных инвесторов к стратегическим Отраслям», в том числе, энергетике, связи, горнодобывающей и аэрокосмической промышленности, а также в СМИ.

В соответствии с данным нормативно-правовым актом, список стратегических предприятий увеличился с 16-ти до 42-х. Согласно данному документу, зарубежная компания, которая приобретает более половины акций стратегического предприятия, должна будет получить разрешение на сделку. Кроме того, если инвестор собирается купить блокирующий пакет (более 25-ти процентов акций), то это можно будет сделать только на основании решения правительственной комиссии.

В то же время можно констатировать, что российскому рынку первичных размещений еще предстоит сложиться в качестве самостоятельного сегмента рынка ценных бумаг. Современное состояние отечественных предприятий позволяет им выходить на рынок только с небольшими по объемам эмиссиями, что не позволяет компаниям получать объективную рыночную оценку. В данных условиях от года к году растет интерес российских эмитентов к западным биржам, в частности к Лондонской фондовой бирже, руководство которой старается создавать наиболее благоприятную структуру и проводить активный маркетинг.

Список используемой литературы

I. Нормативно-правовые акты.

1. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ
2. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11.10.1999 г. № 9 «Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации».
3. Указания ЦБ РФ от 29.12.01 №1086-У «О проведении единовременного обследования инвестиций уполномоченных банков и их клиентов — резидентов (кроме кредитных организаций) в ценные бумаги, выпущенные нерезидентами».
4. Указания ЦБ РФ от 18.12.02 №1225-У «О проведении единовременного обследования инвестиций уполномоченных банков и их клиентов-резидентов (кроме кредитных организаций) в ценные бумаги, выпущенные нерезидентами, по состоянию на 1 января 2003 года».
5. Письмо ГУ ЦБ РФ по г. Москве от 02.07.97 №14–1–19/1321.

II. Монографии, учебники и коллективные работы.

6. Гвардин С.В. «IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний» /Москва: Вершина, 2007 г.
7. Гулькин П.Г. «Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO)», Аналитический центр «Альпари СПб», Санкт-Петербург, 2002 г.
8. Миркин Я.М. Лекции по курсу «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг». Основы деятельности брокерско – дилерских компаний – инвестиционных банков // Москва, 2007 г.
9. Орлов А.А., Рыбаков С.А. «Покупка и продажа бизнеса. Российская практика»// Издательство «Вершина», 2006 г.
10. David N. Feldman with contributions by Steven Dresner «Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO» Bloomberg Press 2006.

III. Статьи из периодических изданий.

11. Воронина Н.В. Американские депозитарные расписки - один из важнейших инструментов мирового фондового рынка// Журнал «Финансы и кредит» № 2(206), январь 2006 г.
12. Данилов Ю. Фондовая грамота// Журнал «Эксперт» №17 (558), 7 мая 2007 г.
13. Идрисов А. Подготовка предприятия для привлечения инвестиций.//Сайт «Корпоративный менеджмент», www.cfin.ru
14. Лукашов А.В. Фондовые биржи в США и требования к листингу иностранных компаний на основных фондовых биржах США// Журнал «Управление корпоративными финансами», №5, 2004 г.
15. Лукашов А.В. IPO на зарубежных биржах//Журнал «Консультант» № 7 апрель 2005 г.
16. Нетыкша О. «Due Diligence: кем, когда и зачем применяется»// Журнал «Финансовый Директор», №12 Киев 2006 г.
17. Партин И. Черный ход на фондовый рынок// Журнал «Рынок ценных бумаг» №12(339) 2007г.
18. Презентация директора группы NYSE по работе с российскими компаниями Штефана Жекела на втором IPO конгрессе, апрель 2006 года.
19. Прудковских В. К публике — через заднюю дверь //Журнал «Компаньон» № 22 (486) Май 2006 г.
20. Прудковских В. Скорлупка в котировке// Журнал «Компаньон» №35 (551) Август 2007 г.
21. Рябов Е. Тенденции и перспективы российского IPO//«Отраслевой обзор» март 2008 г. ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент, www.zerich.ru
22. Соколов М.А. Выход российских компаний на международные рынки акционерного капитала// Журнал «Банковское дело», №7 – 2006 г.
23. Соловьев Д. Российские депозитарные расписки: от мечты к реальности, от реальности к рынку//Журнал «Рынок Ценных Бумаг» № 2 (48) 2007 г.

24. Тихонова Ю., Хоррокс П., Выход на AIM// Журнал «Рынок ценных бумаг» №5 (332) 2007 г.
25. Удальцов В. Е. Применение американских депозитных расписок (ADR) российскими компаниями // www.aora.ru
26. Финансовая компания «Про Финанс Групп»//Словарь терминов и понятий IPO, <http://www.pfgroup.ru>
27. Шабашов Д. «Сибур — Русские шины» станет «дочкой» Amtel-Vredestein и получит над ней контроль//РБК daily, 09.04.2008 г.
28. <http://www.cbonds.ru>
29. <http://www.finam.ru>
30. <http://www.finic.ru>
31. <http://www.ipocongress.ru>
32. <http://www.londonstockexchange.com>
33. <http://www.micex.ru>
34. <http://www.offerings.ru>
35. <http://www.prime-tass.ru>
36. <http://www.quote.ru>
37. <http://www.rbsys.ru>
38. <http://www.rusconsult.ru>
39. <http://www.world-exchanges.org>
40. <http://www.zerich.ru>

Приложение 1

Таблица 1⁴⁴

Рейтинг Организатор IPO (нормирование и взвешивание объемов и количества сделок), 2007

№	Координатор	Эмитенты
1	Deutsche Bank	Полиметалл, AFI Development, ВТБ, Дикси, ПИК, ОГК-2, М-Видео, КБ Санкт Петербург, ЛСР
2	Ренессанс Капитал	Ситроникс, Интегра, ММК, Volga Gas, Нутритек, Дикси, Росинтер, Уралкалий, Синергия
3	Morgan Stanley	Интегра, ММК, AFI Development, ПИК, НМТП
4	Citibank	Фармстандарт, ВТБ, Уралкалий
5	Credit Suisse	Ситроникс, Сбербанк, Уралкалий
6	Goldman Sachs	Ситроникс, ВТБ
7	UBS Investment Bank	Полиметалл, Фармстандарт, Уралкалий, Евразия
8	Тройка Диалог	ОГК-2, НМТП, Аптечная Сеть 36.6, КБ Возрождение
9	JP Morgan	Сбербанк, БК Евразия
10	Nomura Int	ПИК
11	ABN Amro	ММК
12	Альфа-банк	Интегра
13	Merrill Lynch	Полиметалл
14	ING Bank	РТМ
15	Атон	Армада

Рэнкинг Организатор IPO (на основе количества IPO), 2007

№	Координатор	Эмитенты
1	Deutsche Bank	9
2	Ренессанс Капитал	9
3	Morgan Stanley	5
4	UBS Investment Bank	4
5	Тройка Диалог	4
6	Citibank	3
7	Credit Suisse	3
8	Goldman Sachs	2
9	JP Morgan	2
10	Nomura Int	1
11	ABN Amro	1
12	Альфа-банк	1
13	Merrill Lynch	1
14	ING Bank	1
15	АТОН	1

Рэнкинг Организатор IPO (на основе объема IPO), 2007

№	Координатор	Эмитенты
1	Deutsche Bank	5 561
2	Citibank	3 417
3	Goldman Sachs	2 795
4	Morgan Stanley	2 305
5	Credit Suisse	2 134
6	JP Morgan	1 974
7	Ренессанс Капитал	1 770
8	UBS Investment Bank	1 317
9	Тройка Диалог	881
10	Nomura Int	617
11	ABN Amro	333
12	Альфа-банк	223
13	Merrill Lynch	202
14	ING Bank	80
15	АТОН	30

⁴⁴ Источник: www.offerings.ru

Приложение 2

Таблица 2⁴⁵

Рейтинг Андеррайтер IPO (нормирование и взвешивание объемов и количества сделок), 2007

№	Андеррайтер IPO	Эмитенты
1	Ренессанс Капитал	Интегра, Ситроникс, ММК, Volga Gas, Нутритек, ВТБ, Дикси, Росинтер, Уралкалий, Синергия, МВидео
2	Deutsche Bank	Полиметалл, AFI Development, ВТБ, Дикси, ПИК, ОГК-2, М-Видео, КБ Санкт-Петербург, ЛСР
3	Morgan Stanley	Интегра, ММК, AFI Development, ПИК, НМТП
4	Citibank	AFI Development, Фармстандарт, ВТБ, Уралкалий
5	UBS Inv. Bank	Полиметалл, Фармстандарт, ОГК-2, Уралкалий, Евразия
6	Goldman Sachs	Ситроникс, AFI Development, ВТБ
7	Credit Suisse	Сбербанк, Ситроникс, ЛСР
8	J.P. Morgan	Сбербанк, Евразия
9	Тройка Диалог	ОГК-2, НМТП, Аптечная Сеть 36.6, КБ Возрождение
10	ВТБ 24	ВТБ
11	ABN Amro	ММК, ЛСР
12	Альфа-банк	Интегра, Евразия
13	ИБ Траст	Нутритек, Дикси
14	Nomura Int	ПИК
15	Сбербанк	Сбербанк
16	Уралсиб	ЛСР
17	Газпромбанк	ММК
18	Merrill Lynch	Полиметалл
19	ING Bank	РТМ
20	МДМ-Банк	Синергия

Рэнкинг Андеррайтер IPO (на основе объема IPO), 2007

№	Андеррайтер IPO	Эмитенты
1	Ренессанс Капитал	4 135
2	Deutsche Bank	3 692
3	Morgan Stanley	2 153
4	Citibank	2 279
5	UBS Investment Bank	1 332
6	Goldman Sachs	1 924
7	Credit Suisse	1 798
8	J.P. Morgan Securities	1 773
9	ВТБ24	1 600
10	Тройка Диалог	873
11	ABN Amro	493
12	Nomura Int	370
13	Альфа-банк	260
14	Сбербанк	258
15	Уралсиб	193
16	Газпромбанк	100
17	Merrill Lynch	91
18	ING Bank	80
19	Инвестиционный банк Траст	53
20	МДМ-банк	48

Рэнкинг Андеррайтер IPO (на основе количества IPO), 2007

№	Андеррайтер IPO	Эмитенты
1	Ренессанс Капитал	12
2	Deutsche Bank	9
3	Morgan Stanley	5
4	UBS Investment Bank	5
5	Citibank	4
6	Тройка Диалог	4
7	Goldman Sachs	3
8	Credit Suisse	3
9	J.P. Morgan	2
10	ABN Amro	2
11	Альфа-банк	2
12	Инвестиционный банк Траст	2
13	ВТБ 24	1
14	Nomura Int	1
15	Сбербанк	1
16	Уралсиб	1
17	Газпромбанк	1
18	Merrill Lynch	1
19	ING Bank	1
20	МДМ-банк	1

⁴⁵ Источник: www.offerings.ru

Приложение 3

Таблица 3
Этапы проведения IPO⁴⁶

Период	Действия
Этап 1: До размещения Средний срок между принятием решения о возможном первичном размещении и началом биржевых торгов для российских компаний составляет около трех лет.	
1. В течение минимум 3–4 лет до размещения	Формирование кредитной истории: использование инструментов кредитов, вексельных и облигационных займов; выполнение кредитных обязательств.
2. За 2–3 года до размещения	Осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты (на US GAAP или IAS (МСФО), — US GAAP более консервативны по отношению к IAS, а значит открывают путь к большему числу альтернатив среди площадок).
3. За 1-2 года до размещения	При наличии разветвленной корпоративной структуры: переход к прозрачной и обоснованной для потенциального инвестора корпоративной стратегии; переход на единую акцию всех компаний холдинга.
4. Более чем за 1 год до размещения	Оценка альтернативных IPO источников финансирования с точки зрения стратегических целей компании и собственников.
5. Более чем за 1 год до размещения	Выбор банка–андеррайтера и с его помощью: определение параметров размещения: объема размещения, цены акций (и справедливой стоимости пакета в целом), площадки, структуры сделки, структуры инвесторов разработка плана проекта.
6. Более чем за 1 год до размещения	Реализация премаркетинга: сбор мнений инвесторов и инвестиционных аналитиков относительно критериев оценки компаний такого же типа, такой же отрасли, такой же страны на выбранном типе площадки целевыми инвесторами.
7. Более чем за 1 год до размещения	Принятие советом директоров решения о выпуске (или дополнительном выпуске) акций. Подготовка и публикация протокола заседания совета директоров.
8. Более чем за 1 год до размещения	Формирование проектной команды, выбор партнёров: финансового консультанта для создания инвестиционного ядра юридического консультанта для формирования прозрачной юридической структуры компании аудитора для заверения финансовой отчетности компании по российским стандартам и стандартам МСФО консультанта по маркетингу для определения информационной политики компании, организация IR и PR политик. IR –агентства для реализации информационного сопровождения проекта агентства executive search & board consultancy для поиска независимых директоров (часто — иностранных граждан) и их ввода в состав совета директоров компании аудитора корпоративного управления для определения позиции рейтинга корпоративного управления. Реализация с их помощью подготовительных мероприятий.
9. За 11–12 месяцев до размещения	Подготовка решения о выпуске проспекта ценных бумаг. Утверждение решения о выпуске проспекта ценных бумаг.
10. За 11 месяцев и более до размещения	Подготовка аналитических отчетов (длительность 6 месяцев) о: отрасли и рынке, показателях деятельности компании,

⁴⁶ Источник www.ipocongress.ru

	стратегии компании, менеджменте компании.
11. За 10 месяцев до размещения	Проведение due — diligence (юридическим консультантом, аудитором, финансовым консультантом, банком–адеррайтером).
12. За 9 месяцев до размещения	Государственная регистрация документов в ФСФР (длительность 6 месяцев).
13. За 6-12 месяцев	Получение кредитного рейтинга у международных рейтинговых агентств (S&P, Moody's и других).
14. За 5 месяцев до размещения	Подготовка проспекта по результатам due — diligence.
15. За 5 месяцев до размещения	Обновление оценки стоимости размещаемого пакета (по результатам due–diligence и оценки конъюнктуры рынка).
16. За 4-6 месяцев	Выпуск акций компании–эмитента в обращение на российской торговой площадке (обязательное требование ФСФР).
17. За 5 месяцев до размещения	Раскрытие информации о компании среди широкого круга инвесторов.
18. За 3 месяца до размещения	Определение диапазона цены.
19. За 0,5 — 1,5 месяца до размещения	Выпуск предварительного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта эмиссии аудитором.
20. За 1–2 месяца до размещения	Организация ознакомительного роад–шоу.
21. За неделю до размещения	Выпуск окончательного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта аудитором.
Этап 2: Размещение	
21.	Размещение акций на бирже.
Этап 3: После размещения	
22.	Подготовка и утверждение советом директоров отчета об итогах выпуска, публикация информации о существенном факте.
23.	Регистрация отчета об итогах эмиссии в ФСФР.
24.	Стабилизация (в течение 30 дней).
25.	Организация вторичного обращения акций на бирже.
26.	Регулярная работа с инвесторами, подготовка и публикации регулярной отчетности, поддержка корпоративного сайта (профиля инвестора), раскрытие существенных фактов из жизни компании, выпуск аналитических отчетов, проведение road — shows, организация conference — calls между топ–менеджментом компании и инвестиционными аналитиками, организация выступлений топ–менеджмента на международных форумах и дискуссионных площадках, организация встреч топ–менеджеров с крупными инвесторами или фонд–менеджерами, организация пресс–сопровождения деятельности компании.

Приложение 4

Таблица 4

Процедура листинга на NYSE⁴⁷

<p>Этапы работы с SEC</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Заявители должны подать заявление на регистрацию эмиссии в SEC и ценные бумаги должны быть зарегистрированы в SEC. Заявление подаётся по следующим формам: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Форма 20-F (только для включения в котировальный список) ▪ Форма F-1 (для предложения новых акций или выпуска ADR) ▪ Эмитентам имеет смысл заранее обратиться в SEC (при этом SEC соблюдает требуемые меры конфиденциальности); планируйте также подать данные для конфиденциального рассмотрения их SEC. 2. Требуется подача отчётности за прошлые периоды (консолидированная и прошедшая аудиторскую проверку отчётность с трансформацией к стандартам US GAAP). Обычно SEC требует такую отчётность за 2 предыдущих года (согласно Форме 20-F). 3. Эмитенты, регистрирующие свои ценные бумаги в SEC, должны соблюдать положения закона Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act) в отношении системы корпоративного управления в компании. 4. Подача периодической отчётности по формам 20-F и 6-K (квартальная отчётность не требуется в случае, если её предоставление не является обязательным на внутреннем рынке страны регистрации эмитента) 5. Создание программы АДР или глобальных зарегистрированных акций <ul style="list-style-type: none"> ▪ Выбор банка-депозитария ▪ Подача формы F-6 в SEC ▪ Заключение соглашения с банком-депозитарием
<p>Этапы работы с NYSE:</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Подача пакета документов-заявлений 2. Получение одобрения на листинг 3. Выбор биржевого символа (тикера) 4. Выбор фирмы-«специалиста» 5. Выбор/резервирование даты листинга и составление плана мероприятий, приуроченных к листингу 6. Проведение маркетинговых мероприятий и роад-шоу в США

⁴⁷ Источник: Презентация директора группы NYSE по работе с российскими компаниями Штефана Жекела на втором IPO конгрессе, апрель 2006 года.

Приложение 5

Таблица 5

Временные затраты на подготовку и проведение IPO.⁴⁸

Место размещения	Размещаемый инструмент	Юрисдикция регулирования	Суммарные временные затраты на весь процесс IPO (min-max, дней)
NYSE	ADR на акции российского эмитента	США	345–510
LSE — Main	GDR на акции российского эмитента	Великобритания	235–335
LSE — AIM	GDR на акции российского эмитента	Великобритания	225–265
LSE — AIM	акции иностранного эмитента*	Великобритания	135+x — 225+x
ММВБ, РТС	акции российского эмитента	Россия	120–160

*Общее количество дней зависит от длительности процедур регистрации эмиссии в стране регистрации эмитента акций и, в отдельных случаях (когда сам эмитент акций еще не существует), — от длительности процедур регистрации компании в данной стране.

Источник: расчеты автора по данным ЦРФР и зарубежных регуляторов.

⁴⁸ Данилов Ю. Фондовая грамота// Журнал «Эксперт» №17 (558), 7 мая 2007

Приложение 6

Таблица 6

Рэнкинг Эмитентов IPO'2007 на основе общего объема размещения⁴⁹

№	Компания-эмитент	Объем IPO, млн. \$	Доля акций	Торговая площадка
1	ВТБ	7 982.1	23%	LSE, ММВБ, РТС
2	Сбербанк	3 228.2	4%	РТС, ММВБ
3	ПИК	1 850.0	15%	LSE, ММВБ, РТС
4	AFI Development	1 400.0	19%	LSE
5	ММК	999.9	9%	LSE, ММВБ, РТС
6	Уралкалий	947.9	11%	LSE, РТС
7	Фармстандарт	879.8	40%	LSE, ММВБ, РТС
8	НМТП	864.1	15%	LSE, ММВБ, РТС
9	Группа ЛСР	771.6	11%	LSE, ММВБ, РТС
10	БК Евразия	719.4	20%	LSE
11	Интегра	668.1	30%	LSE
12	Полиметалл	604.5	25%	LSE, ММВБ, РТС
13	Ситроникс	402.0	18%	LSE, РТС, МФБ
14	М.Видео	364.8	29%	ММВБ, РТС
15	Дикси групп	359.9	42%	ММВБ, РТС
16	ОГК-2	355.9	7%	LSE, РТС, МФБ
17	Банк Санкт-Петербург	273.6	17%	РТС, ММВБ
18	Синергия	190.4	16%	ММВБ, РТС
19	Нутринвестхолдинг	168.2	20%	ММВБ, РТС
20	Возрождение	165.9	12%	ММВБ, РТС
21	Volga Gas	125.0	40%	AIM / LSE
22	Аптечная Сеть 36,6	110.3	15,3%	ММВБ, РТС
23	Росинтер Ресторантс	100.0	26%	РТС
24	РТМ	80.0	25%	РТС
25	Армада	29.7	17%	ММВБ, РТС

Таблица 7

Рэнкинг Эмитентов IPO'2006 на основе общего объема размещения за янв-дек 2006⁵⁰

№	Компания-эмитент	Объем IPO, млн. \$	Доля акций	Торговая площадка
1	Роснефть	10 420.8	15%	LSE, РТС, ММВБ
2	Северсталь	1 062.5	8%	LSE
3	Комстар-Объединенные Телесистемы	1 062.1	35%	LSE
4	Трубная металлургическая компания	972.0	21%	LSE, РТС
5	Trader Media East	515.2	79%	LSE
6	ОГК-5	451.8	14%	ММВБ и РТС
7	Система-Галс	396.1	17%	LSE, ММВБ, МФБ
8	Магнит	368.4	19%	ММВБ и РТС
9	СТС Media, Inc.	345.9	16%	NASDAQ
10	С.А.Т. Oil	321.9	35%	DeutscheBorse
11	Распадская	316.7	18%	ММВБ и РТС
12	Mirland Development	282.1	30%	AIM / LSE
13	Челябинский цинковый завод	281.4	31%	LSE, РТС
14	Черкизово, группа	251.4	28%	LSE, РТС, МФБ
15	RGI International	174.6	29%	AIM / LSE
16	Разгуляй, группа	144.0	28%	ММВБ и РТС
17	Верофарм	139.9	50%	РТС
18	Центр Международной Торговли	91.8	16%	РТС
19	Baltic Oil Terminals	55.8	52%	AIM / LSE
20	Timan Oil and Gas	52.0	21%	AIM / LSE
21	Petronet	15.6	23%	AIM / LSE, IEX
22	Kontakt East Holding	13.9	50%	First North
23	Amur Minerals	7.1	14%	AIM / LSE

^{49, 32} Источник: www.offerings.ru

Приложение 7

Таблица 8

Основные характеристики уровней АДР⁵¹

Уровень АДР	Форма выпуска (цель)	Основные характеристики
1 уровень	«торговая» форма	предназначена для вывода ценных бумаг зарубежного на внебиржевой рынок США, не могут использоваться для привлечения нового капитала (в его основе может быть только вторичный выпуск); отсутствует обязанность предоставления компанией — эмитентом акций компании — эмитента акций финансовой отчетности, подтвержденной аудиторами в соответствии с международными стандартами, или выполнения всех требования по раскрытию информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США
2 уровень	«листинговая» форма	предусматривает прохождение листинга на одной из американских или другой зарубежной бирже; эмитент должен отвечать требованиям биржи по листингу
3 уровень	форма «предложения»	используется для привлечения капитала за пределами своего внутреннего рынка; необходимо выполнение эмитентом требований Комиссии по ценным бумагам и биржам США к регистрации и отчетности для новых эмитентов, а также соблюдение правил и норм биржи, на которой будут зарегистрированы эти ценные бумаги
4 уровень	форма «частного размещения»	доступ к международным рынкам путем частного размещения АДР, которое проводится только квалифицированных институциональных покупателей (Организация признается квалифицированным институциональным покупателем если она: владеет и инвестирует по своему усмотрению не менее 100 млн. долл. в ценные бумаги (10 млн. долл. если организация является брокером или дилером-резидентом США); принадлежит на праве собственности квалифицированному институциональному покупателю; является брокером или дилером-резидентом США и приобретает ценные бумаги в качестве агента или комиссионера для квалифицированного институционального покупателя. Если организация является банком или ссудно-сберегательным учреждением, она должна обладать чистыми активами в сумме не менее 25 млн. долл. для того, чтобы быть квалифицированной как "институциональный покупатель".) и любых неамериканских инвесторов; привлечение прямого финансирования; предусмотрен так называемый ограничительный период ("локап"), обычно продолжительностью в три года, по истечении которого акции, не вошедшие в частное размещение, могут быть конвертированы в АДР.

⁵¹ Источник: www.rbsys.ru

Таблица 9

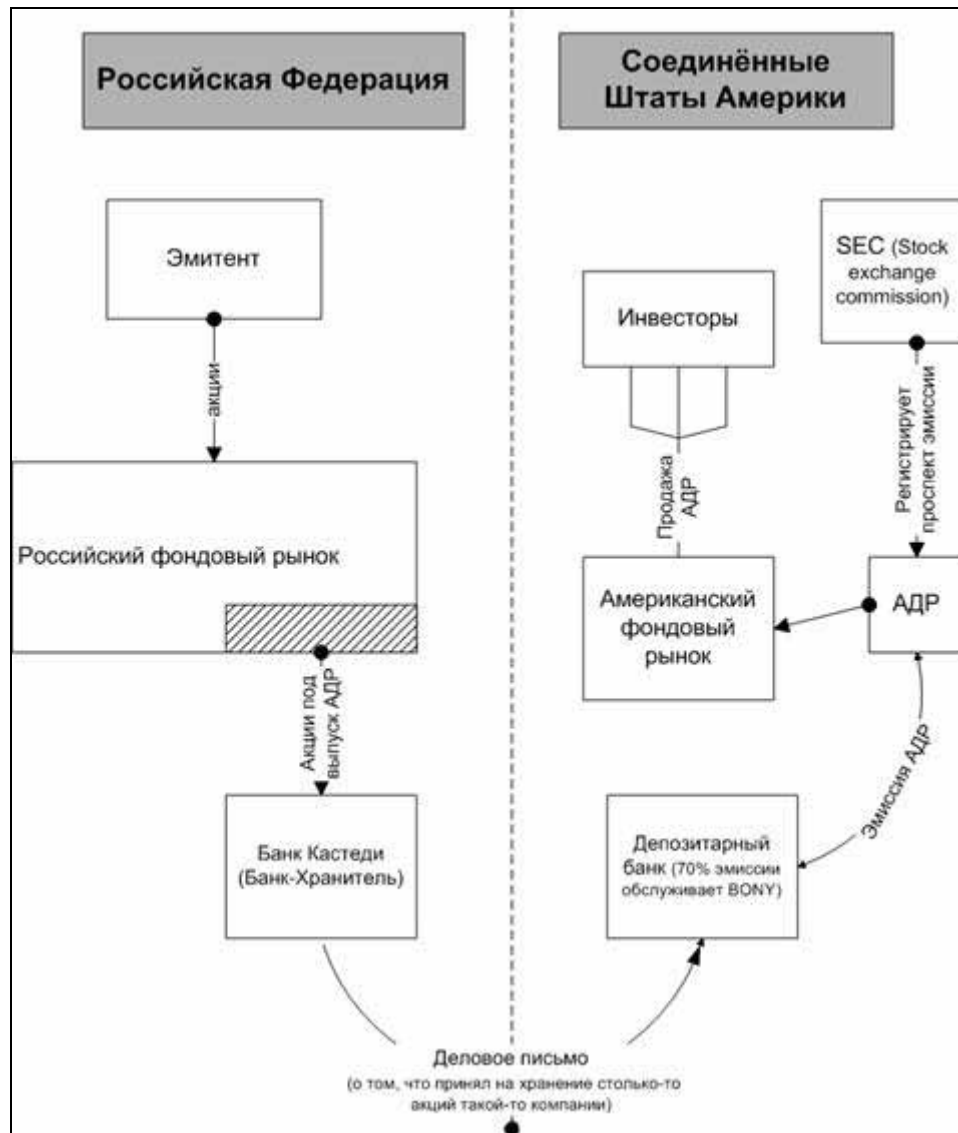
Классификация программ выпуска Депозитарных расписок, их стоимость и сроки реализации⁵²

Характеристики ADR	Депозитарные расписки, выпускаемые под уже эмитированные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании за счет эмиссии новых ценных бумаг (за исключением проектов по Правилу 144 А)		
	Спонсируемые ДР 1-го Уровня	Листинговые ДР 2-го Уровня	Публично размещаемые ДР 3-го Уровня	ДР Частного размещения (по Правилу 144А)	Глобальные (международные предложения) ДР
Возможности торговли (листинг и котировка ADR)	Дисплейная служба Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (OTC Bulletin Board), розовые страницы. (Pink Sheets.)	NYSE & AMEX, NASDAQ	NYSE & AMEX), NASDAQ	Размещаются среди квалифицированных институциональных покупателей (.QIBs.), котируются в системе PORTAL	PORTAL, NYSE, AMEX (в случае публичного предложения в США), включая иностранные (для США) фондовые биржи; в случае размещения по Правилу 144А, на рынке США котируются в системе PORTAL
Регистрация по Закону 1933 года «О ценных бумагах»	Форма Ф-6	Форма Ф-6	Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1	Не требуется	- Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1 в случае публичного предложения; - не требуется в случае частного предложения по Правилу 144А
Отчетность по Закону 1934 года «Об обмене ценными бумагами».	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма 20-F	Форма 20-F или форма 8-A	Освобождение по правилу 12g3-2(b) традиционно используется для применения требования к информации по Правилу 144А. Финансовые отчеты могут и не соответствовать требованиям US GAAP	- Для частных предложений - как и по правилу 144А, -для публичных предложений Форма 20-F ежегодно предоставляется SEC, финансовая отчетность целиком должна соответствовать US GAAP и инструкции S-X; периодически предоставляется форма 6- K
Примерная стоимость проектов (за исключением оплаты услуг юристов)	\$ 40 000- \$ 80 000 и выше	\$ 400 000- \$ 800 000 и выше	\$ 800 000- \$ 1 600 000 и выше	\$ 200 000- \$ 800 000 и выше	\$ 800 000 и выше
Минимальные сроки необходимые для реализации проекта	9-10 недель	10-15 недель	14-15 недель	16 дней — 7 недель	В случае публичного размещения - 14 недель, В случае частного размещения - 16дней

⁵² Воронина Н.В. Американские депозитарные расписки - один из важнейших инструментов мирового фондового рынка// Журнал «Финансы и кредит» № 2(206), январь 2006 г.

Приложение 8

Схема 1
Механизм выпуска депозитарных расписок⁵³



⁵³ Удальцов В. Е. Применение американских депозитных расписок (ADR) российскими компаниями// www.aoga.ru

Приложение 9

Таблица 10

Основные положительные и отрицательные стороны различных международных торговых площадок⁵⁴

<i>Великобритания (LSE, AIM)</i>	<i>Американская (NYSE, NASDAQ)</i>
Плюсы	
Наличие широкого спектра инвестиционных групп	Самая крупная и широкая база инвесторов
Большой и ликвидный рынок	Высокая ликвидность рынка
Возможность использования различных вариантов листинга	Единая система торгов (аукционный рынок и централизованная книга заказов)
На AIM доля акций в свободном обращении не лимитирована	—
Не лимитировано количество акционеров	—
Либеральные нормативные требования биржи	—
Короткое время выхода на вторичный рынок (в пределах 7 дней)	Короткое время выхода на вторичный рынок (в пределах 7 дней)
Минусы	
—	Жесткие требования листинга
Высокие расходы размещения (для средних компаний)	Высокие расходы размещения (для средних компаний)
Жесткие требования к корпоративному управлению (наличию независимых директоров, комитетов и пр.)	Жесткие требования к наличию независимых директоров в совете директоров (большинство)
Некоторые методы торгов могут быть неясными для российских эмитентов (SET/SEAQ/IOB)	—
Не менее 25 % акций должно быть в свободном обращении	Требования к объему акций в свободном обращении (не менее 5 млн долл.)
—	Количество акционеров не менее 400
Налог на фондовые операции	—

⁵⁴ Гвардин С.В. «ИРО: стратегия, перспективы и опыт российских компаний» //Москва: Вершина, 2007 г.

Приложение 10

Таблица 11

Примеры планируемых размещений акций российских эмитентов⁵⁵

Компания	Предполагаемая дата размещения	Компания	Предполагаемая дата размещения
Gallery	конец 2008 - 2009 гг.	Оборонпром	2008 г.
IBS	2008 г.	ОАК	2009-2010 гг.
Softline	2008-2009 гг.	ОГК-6	первая половина 2008
Акрон	вторая половина 2008 г.	ОСТ-Алко	осень 2008 г.
Альянс "Русский Текстиль"	2008 - 2009 гг.	Петербургский Социальный КБ	2008-2009 гг.
Аркада	2009 г.	Радионет	-
Банк УралСиб	2009 г.	Ренова-Медиа	2009 г.
Вестер	2011 г.	РЕСО-Гарантия	-
Волга-Днепр	вторая половина 2008 г.	Ретал	2008 г.
Высочайший	II квартал 2009 г.	РОСНО	-
ГАЗ	2008 г.	РосСельхозБанк	-
ГазпромБанк	2008 г.	Российский Алюминий	-
ГК Жилищный Капитал	2010-2011 гг.	Русская Медная Компания	2008-2010 гг.
Волжское Пароходство	2008 г.	Русское Море	2009 г.
Детский Мир	2008 г.	СИБУР	2008 г.
Дикая Орхидея	2009 г.	Силовые Машины	-
ДОН-Строй	вторая половина 2008 г.	Система Масс-Медиа	конец 2008 г.
ЕвроСеть	осень 2008 г.	СМАРТС	2009 г.
ИнвестТоргБанк	конец 2008 г.	СТ Групп Регион	-
Росно, страхование	2008 г.	ТАИФ	2009 г.
Интер РАО ЕЭС	2009 г.	ТГК-10	первый квартал 2008
Искрасофт	2010 г.	ТГК-12	май 2008 г.
КАМАЗ	2009 г.	ТГК-13	май 2008 г.
КГ Орленок	2008 г.	ТГК-2	март 2008 г.
Киномакс	2010 гг.	ТГК-6	март 2008 г.
КИТ Финанс	2008 г.	ТехноПромЭкспорт	-
Компьюлинк	второй квартал 2008 г.	ТехноСерв	-
Копейка	2009 г.	ТрансАэро	2008 г.
КЭС-Холдинг	2009 г.	Элекард Девайсез	2010 г.
Лаборатория Касперского	2008 г.	ТрансКапиталБанк	2010-2011 гг.
ЛКУралСиб	2008 г.	ТрансКредитБанк	2009 г.
МегаФон	2009 г.	ТрансКонтейнер	2008 г.
Металлоинвест	конец 2008 г.	ТрансТелеком	начало 2009 г.
ММВБ	-	Усть-Луга	2010-2011 гг.
Московский Кредитный Банк	-	ХК Сибирский Цемент	2008 г.
НГК Итера	2008 г.	ЭМАльянс	2008 г.

«Данная работа выполнена мной самостоятельно»

«08» мая 2008 г. _____
(подпись автора)

⁵⁵ Источник: www.quote.ru; www.offerings.ru; www.ipocongress.ru

