



Инвестиционная компания “Еврофинансы”

**Методические рекомендации для эмитентов по
подготовке и реализации программы
первичного публичного размещения акций (ИРО)
(Редакция на 7.06.2006)**

Москва, 2006

Содержание

Стр.

<i>Аннотация</i>		
1.	Основы организации IPO	4
1.1.	Основные понятия, используемые в процессе IPO	4
1.2.	Схемы организации рынков, на которых осуществляется IPO	5
2.	Политика выхода компаний на рынок ценных бумаг	10
2.1.	Особенности российских компаний как объектов IPO	10
2.2.	IPO и выход компании на рынок ценных бумаг: «за» и «против» для эмитента	14
2.3.	Требования финансового рынка к компании – объекту IPO	17
2.4.	Последовательность выхода компании на рынок ценных бумаг и IPO. Начальные этапы подготовки IPO	23
2.5.	Разработка политики компании на финансовом рынке / выхода на IPO	26
3.	Цели и инфраструктура IPO	29
3.1.	Основные цели и задачи IPO	29
3.2.	Инфраструктура IPO	36
4.	Основные этапы работ по IPO	38
4.1.	Подбор и первичные переговоры с организатором выпуска / ведущим андеррайтером	38
4.2.	Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента	39
4.3.	Подготовка концепции IPO	41
4.4.	Техническая работа по организации IPO	44
5.	Взаимодействие эмитента с профессиональными участниками рынка ценных бумаг	49
5.1.	Андеррайтеры и организаторы выпуска	49
5.2.	Технология первичного размещения акций	61
5.3.	Взаимодействие с фондовой биржей и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения акций	71
5.4.	Вторичный рынок (листинг)	75

Аннотация

Инвестиционная компания «Еврофинансы» представляет первую на российском финансовом рынке методическую разработку в области IPO - «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке и реализации программы первичного публичного размещения (IPO)».

Методические рекомендации подготовлены по инициативе инвестиционной компании «Еврофинансы» и кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ. Являются практическим руководством для руководителей и специалистов, основанным на опыте вывода на фондовый рынок в 1999-2006 гг. компаний с активами и доходами от 50 – 100 млн. долл. и выше. Методика содержит порядок определения корпоративной стратегии выхода на рынок, очередность действий эмитента в процессе IPO, технологию подготовки IPO, механизм взаимодействия с эмиссионным синдикатом, торговыми системами, депозитарной инфраструктурой, потенциальными инвесторами, системами раскрытия информации.

Автор Методики – д.э.н., проф. Я.М.Миркин Я.М., председатель Совета директоров инвестиционной компании “Еврофинансы”, зав. кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ (раздел 4 - при участии к.э.н. Лосева С.В., директора по корпоративному консалтингу ИК «Еврофинансы»).

1. Основы организации IPO

1.1. Основные понятия, используемые в процессе IPO

IPO (Initial Public Offering) - первичное публичное размещение акций.

Привлечение финансирования на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов. Осуществляется при завершении венчурной стадии финансирования, после того, как компания выжила, создала продуктовые линии, завоевала минимальную рыночную нишу, создала базовое производство и переходит к стадии быстрого расширения бизнеса.

Осуществляется на ***первичном рынке ценных бумаг*** - рынке первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное распределение среди инвесторов.

SPO (Secondary Public Offering) - вторичное публичное размещение акций.

Размещение акций, осуществляемое после того, как компания прошла IPO. Производится в двух вариантах. ***Первый вариант*** – выпуск и продажа на рынке новых акций в дополнение к акциям, ранее размещенным в процессе IPO (разводнение капитала действующих акционеров). ***Второй вариант*** – продажа крупными акционерами части своих пакетов на публичном рынке (разводнения капитала не происходит).

Двойное IPO – одновременное ***IPO*** эмитента – резидента Российской Федерации, осуществляемое на российской и зарубежной фондовой биржах,¹ в соответствии с порядком, установленным Федеральной службой по финансовым рынкам:²

-за рубежом могут обращаться не более 35% акций, выпущенных эмитентом;

-при эмиссии акций не более 70% из них могут быть размещены за рубежом, остальные (от 30% и выше) должны одновременно размещаться внутри России (на фондовой бирже или через российского брокера). Акции должны котироваться (иметь листинг) на фондовой бирже в России.

Двойное IPO может осуществляться в ***следующих вариантах***, предусматривающих вывод на зарубежный рынок: а) акций эмитента; б) американских депозитарных расписок (АДР) или глобальных депозитарных расписок (ГДР).

¹ Термин появился в связи с ожидаемым возникновением в 2006 г. двойных ***IPO*** на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) и Лондонской фондовой бирже (London Stock Exchange)

² Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 12 января 2006 г. № 06-5/пз-н «Об утверждении положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»

Американские депозитарные расписки (АДР) - ценные бумаги, выпускаемые инвестиционными банками — резидентами США на территории США в соответствии с американским законодательством. Могут обращаться как на территории США, так и на международных рынках (могут торговаться в Лондоне, Франкфурте и т.п.). Выражают права собственности на иностранные ценные бумаги, лежащие в их основании. Инвесторы в АДР становятся (через них) владельцами иностранных ценных бумаг, приобретают права, связанные с ними, в то время как сами иностранные бумаги находятся в трасте у инвестиционного банка — резидента США (эмитента АДР) и физически «не пересекают границы США», будучи размещенными в депозитарии «по ту сторону границы» (у иностранного банка-корреспондента). Дают возможность американским / международным инвесторам преодолеть юридические, информационные и другие барьеры, возникающие при их желании вложить свои средства в ценные бумаги иностранных эмитентов. Последние, в свою очередь, получают возможность привлекать капитал на фондовых рынках США и других развитых стран, не прибегая к прямому обращению на них своих акций, а замещая их АДР как ценными бумагами, выпущенными по законодательству США, по правилам и с раскрытием информации, привычными для американских / международных инвесторов. Свободно обращаются, обычно номинал выражен в долларах.

Глобальные депозитарные расписки (ГДР) - вид ценных бумаг, обращающихся на международных рынках (Лондон, Франкфурт, Берлин и др.), выпускаемых международными инвестиционными банками. Инвесторы, кот. приобретают ГДР, становятся владельцами доли портфеля иностранных ценных бумаг, создаваемого для них инвестиционным банком и находящегося под его трастовым управлением и на депозитарном учете «по ту сторону границы». Дают возможность выполнить те же задачи, что и АДР. ГДР могут обращаться, обычно их номинал выражен в одной из ведущих твердых валют.

1.2. Схемы организации рынков, на которых осуществляется IPO

В соответствии с *обычаями делового оборота*, сложившимися в Российской Федерации, *ведущими рынками*, на которых осуществляется IPO эмитентов, ведущих бизнес на территории России, являются: *Московская межбанковская валютная биржа* (ММВБ); *Лондонская фондовая биржа* (London Stock Exchange); Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange); *Российская торговая система* (РТС). Крупным центром обращения депозитарных расписок на акции российского происхождения является *Немецкая биржа АГ* (Deutsche Börse AG). Структура *первичного и вторичного рынков ценных бумаг в России* представлена на *схеме 1.1*.

Структура первичного и вторичного рынка ценных бумаг в России



Более детальный вариант организации IPO с участием биржевой инфраструктуры российского рынка ценных бумаг содержится в *схеме 1. 2*.

Схема 1.2

Структура первичного рынка ценных бумаг в России
(при размещении через фондовую биржу)



IPO внутри России может быть организовано на основе внебиржевого размещения (*схема 3*). Если при биржевом размещении любая брокерско-дилерская компания / коммерческий банк, являющиеся членами биржи, могут выставлять заявки на покупку в процессе IPO, независимо от того, являются ли они андеррайтерами – членами синдиката или нет, то при внебиржевом размещении все заявки собираются в книгу заявок только через андеррайтеров (*схема 1.3*).

Организация IPO на Лондонской фондовой бирже

Наиболее крупным зарубежным рынком, на котором обращаются ценные бумаги российского происхождения, стала в 2000 – 2006 гг. *Лондонская фондовая биржа*. Структура ее рынков, на которые могут выходить с IPO российские / квази-российские эмитенты, категории компаний и ценных бумаг, для которых эти рынки предназначены, приведены в *схеме 1.4*.

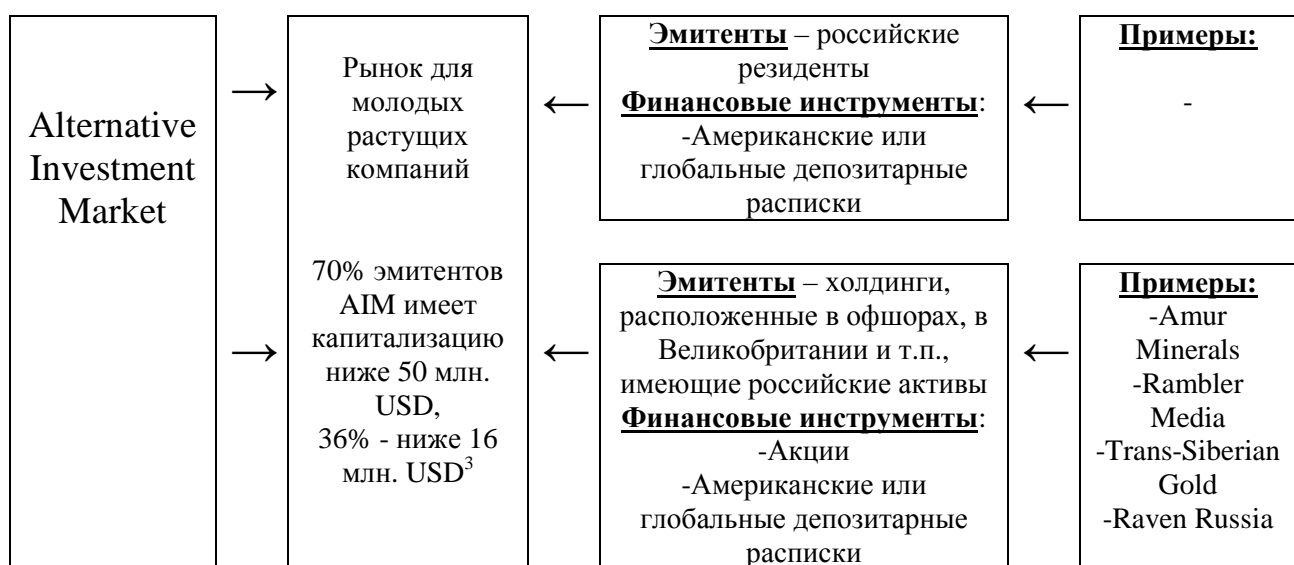
Схема 1.3

Структура первичного рынка ценных бумаг в России
(при внебиржевом размещении)

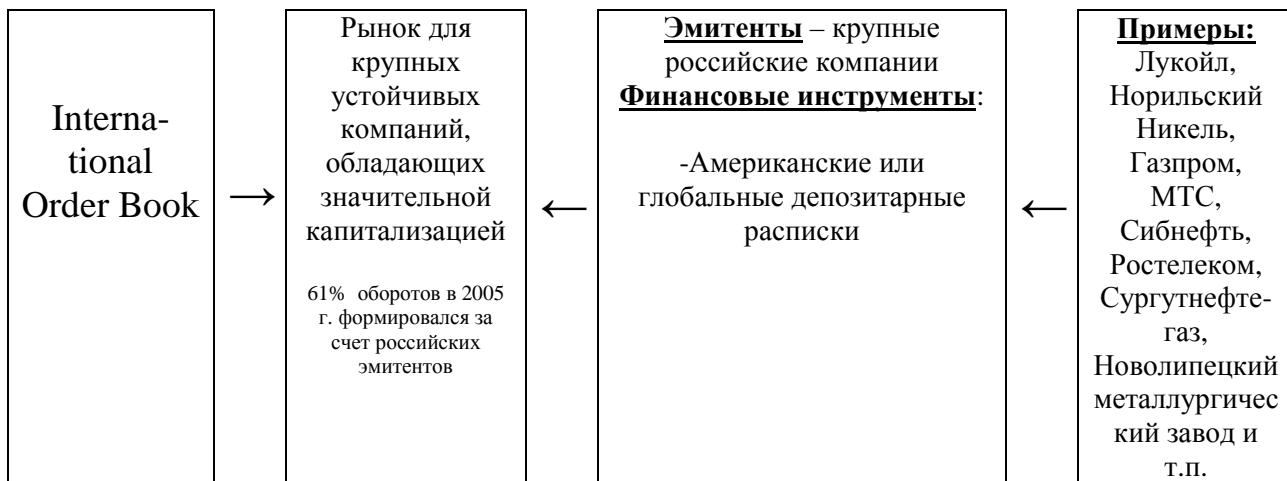


Схема 1.4

Структура рынков Лондонской фондовой биржи и категории российских эмитентов, для которых они предназначены (май 2006 г.)



³ Презентация Лондонской фондовой биржи: Listing in London. April 2006



2. Политика выхода компаний на рынок ценных бумаг

2.1. Особенности российских компаний как объектов IPO

В России существует **значительное число молодых компаний**, относящихся к бизнесу малой и средней капитализации. Большинство из них созданы в 1990-е годы, представляя **быстрорастущие холдинги, диверсифицированные** по отраслевой принадлежности активов, основанные на использовании в ключевых точках бизнеса **современных технологий** и работающие в этом качестве как в **традиционных отраслях**, так и в **сфере инноваций**.

На практике - в своей массе - они представляют конгломераты активов и бизнесов, располагающих точками роста, связанными с высокими технологиями, и нуждающимися в реструктуризации для вывода на фондовый рынок.

Эти компании соответствуют – с точки зрения объемов и рисков бизнеса - **международным критериям** выхода на публичные рынки растущих компаний средней и малой капитализации, испытывая объемные потребности в средствах для развития.

Характеристика существующей системы финансирования отечественных компаний малой и средней капитализации

Система финансирования указанных компаний, как и в 1990-е годы, основана на **простейшем продуктовом ряде** - на банковских кредитах, кредиторской задолженности и собственных средствах, зачастую принимающих форму офшорного кредитования либо финансирования из неформального оборота. Широко используются **векселя** в качестве суррогатов денег и инструмента снижения налогов.

У большинства этих компаний к 2004 - 2006 гг. возникли **значимые финансовые барьеры для** дальнейшего **развития**, прежде всего в части регионального расширения, приобретения мощностей, замыкающих технологические циклы, освоения новых клиентских ниш, использования современных технологий для расширения продуктового ряда и ключевых элементов бизнеса. **Объемы потребности** в средствах, обычно измеряемые от **нескольких до нескольких десятков и сотен миллионов долларов США**, адекватны тем, которые возникают у растущих компаний, имеющих малую и среднюю капитализацию, в зарубежной практике.

Российские компании, имеющие потенциал роста, как правило, **не обладают доступом на публичные рынки капитала**, испытывают серьезные трудности в финансировании, будучи ограниченными отсутствием специализированных торговых площадок, на которых они могли бы привлекать денежные ресурсы на основе выпуска

акций и опционов эмитента, предназначенных для инвесторов, ориентированных на рискованные, но высокоприбыльные проекты в инновационной сфере.

На *российских фондовых биржах отсутствуют массовая группа малых и средних компаний*, которые, будучи информационно прозрачными, получали бы опыт выхода на открытые финансовые рынки и стремились к своей справедливой оценке на основе повышения капитализации компании. Только складывается финансовая инфраструктура, которая предназначена для обеспечения бизнеса денежными ресурсами в периоды его быстрого роста бизнеса при переходе от венчурной стадии к стадии расширения и устойчивому серийному производству.

Корпоративная структура российских компаний малой и средней капитализации в качестве потенциальных эмитентов

Большинство российских компаний малой и средней капитализации, являясь быстрорастущим бизнесом, сложившимся под влиянием высоких рисков и значительного налогового бремени 1990-х гг., отличаются следующими **чертами**:

- экономическая неподготовленность эмитента** к выходу на публичный рынок –
 - раздробленность бизнеса и его непрозрачность;
 - распределение активов, обязательств, денежных потоков между многими компаниями;
 - отсутствие проведенной переоценки и заниженная стоимость имущества с тем, чтобы снизить размеры его налогообложения; заниженные размеры собственного капитала;
 - действующие схемы минимизации налогообложения, делающие бизнес малоприбыльным, внешне экономически непривлекательным;
 - существенная доля операций, производимых через офшорные зоны и «серый» сегмент российской экономики (с использованием трансфертных цен, искусственным ухудшением финансового положения одних предприятий холдинга в пользу других и т.п.);
 - неучтенные в официальном бухгалтерском и налоговом учете денежные потоки, наличие так называемого «управленческого учета» (скрытая бухгалтерия), резко отличного от раскрываемой бухгалтерской отчетности;
- высокая концентрация собственности** –
 - 100% российских компаний малой и средней капитализации имеют до 3 – 4 мажоритарных собственников, владеющих от 75 до 100% бизнеса);
 - нежелание контролирующих акционеров разводнять капитал;

-ориентация собственников не на модель бизнеса, в основе которой рост капитализации компании, а на модель, в рамках которой основным интересом контролирующих акционеров является прямое управление денежными и материальными потоками его компании, обеспечение прямого доступа к ним;

-в этой связи вывод компании на публичный рынок акций является мотивом, связанным лишь - при условии роста капитализации - с будущими сделками по продаже бизнеса контролирующими акционерами по более высоким ценам, а также методом, позволяющим - при росте капитализации - получать более дешевое заемное финансирование;

-в этой связи – ориентация на недиверсифицированную структуру акционерного капитала, с максимальной его долей в публичном владении – в 10 – 20%;

-высокие регулятивные издержки:

-зависимость финансового положения и устойчивости бизнеса от отношений с государством и государственных заказов;

-неурегулированность отношений с государством (по вопросам антимонопольного регулирования, корпоративного поведения, фиксации прав собственности государства, по налоговым платежам и т.д.);

-краткосрочность интересов собственников и менеджеров, вызванная оценкой политических и регулятивных рисков, связанных с государством, как очень высоких;

-закрытость, непубличность бизнеса; подмена продвижения компаний на продуктовые рынки продвижением торговых марок; неготовность многих предприятий к проведению эмиссий (неготовность к раскрытию информации, отсутствие специалистов на предприятии, готовых осуществить работы по эмиссии, замедленность сбора информации и отработки проектов документов);

-ориентация собственников и менеджеров на простую продуктовую структуру в привлечении финансирования (в силу обычаев делового оборота и сложившейся в 1990- гг. системы финансирования компаний через банковские кредиты, кредиторскую задолженность, дружеское финансирование, направление собственных средств из офшорных зон, использование денежных ресурсов из серого оборота);

-низкий уровень корпоративного управления (corporate governance); внутрикорпоративная борьба, замена команд и лиц, управляющих эмиссией; конфликты интересов, затрудняющие возможность выхода на публичный рынок; низкая рыночная

культура; неготовность многих предприятий к проведению эмиссий (неготовность к раскрытию информации, отсутствие специалистов на предприятии, готовых осуществить работы по эмиссии, замедленность сбора информации и отработки проектов документов).

**Потенциал российских компаний малой и средней капитализации
как потенциальных эмитентов**

Несмотря на проблемы и искажения в организации бизнеса высокотехнологичных компаний, создающие значительные трудности в выводе их на фондовый рынок (см. анализ выше), в **2004 – 2005 гг.** сформировался **значительный интерес мажоритарных акционеров**, контролирующих быстрорастущие российские компании, являющиеся средними и малыми по капитализации, **к созданию объемного прозрачного бизнеса и в обращении для финансирования его развития на публичный рынок ценных бумаг.**

Факторы, вызывающие указанный интерес, следующие:

-большинство средних и малых компаний роста, сформировавшихся в России в 1990-е гг., подошли к такому рубежу в наращивании объемов производства, за пределами которого исчерпываются возможности финансирования развития бизнеса за счет банковских кредитов (малые объемы, короткие сроки, чрезмерные концентрации на одного кредитора), за счет кредиторской задолженности (краткосрочный источник оборотных средств) и неформального финансирования (невозможность привлечь действительно крупные долгосрочные средства под приемлемый процент); становится необходимым доступ к рынку капитала (рынку ценных бумаг) как источнику долгосрочных денежных ресурсов (акции и корпоративные облигации);

-природа растущего бизнеса как масштабного, высокотехнологичного, существующего в долгосрочной перспективе, требует эффективной системы корпоративного управления и делает невозможным - и низкоэффективным - дальнейшее поддержание его в раздробленной непрозрачной форме, с запутанной организационной структурой, с несколькими системами учета и т.п.;

-несколько историй успеха – успешного вывода на российский и иностранные фондовые рынки средних по размеру компаний с последующим ростом капитализации – продемонстрировали отечественным компаниям возможности, открывающиеся в доступе к рынкам капитала (**no IPO** – опыт рублевых размещений внутри России в 2000-е гг. и многолетняя, с 1996 г. практика IPO в форме депозитарных расписок в Нью-Йорке, Лондоне и Франкфурте), **по долговому сегменту** - более 200 эмитентов корпоративных облигаций, значительная часть которых являются компаниями среднего бизнеса, успешно

выпустивших и разместивших на публичном рынке свои корпоративные облигации в 1999 – 2006 гг.);

-подготовка ряда компаний к продаже и к вхождению в акционерный капитал крупных стратегических западных инвесторов требует проведения предпродажной подготовки, что, в свою очередь, предполагает вывод высокотехнологичной компании на публичный фондовый рынок, получение для нее публичной биржевой и кредитной истории, дооценку капитализации компании на рынке;

-*уровень* политических и регулятивных *рисков*, связанных с государством, социальных рисков оценивается владельцами высокотехнологических компаний как стабильный.

2.2. IPO и выход компании на рынок ценных бумаг: «за» и «против» для эмитента

IPO имеет следующие *положительные* и *отрицательные стороны для предприятий*

Положительные стороны:

- ***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. Меньшей становится зависимость от индивидуального кредитора, его мнения об эмитенте (часто необъективного и не основанного на всей необходимой информации) и меньшей – концентрация рисков на одном кредиторе. Возникновение альтернативного источника привлечения средств и возможности обойтись без кредита 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 связан с фиксированными обязательствами***
- Получение 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)
- Выход эмитента на публичный рынок формирует ***новую продуктовую линейку*** эмитента, наряду с традиционно выпускаемой продукцией. Присутствие с собственной продукцией не только на товарном рынке или рынке услуг, но и на финансовом рынке. Более широкие возможности финансового конструирования, переход эмитента к проектированию ***серий финансовых продуктов*** с условиями, изменяющимися в зависимости от состояния рынка, и продуктовых линий;
- ***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.

- **Более высокий уровень финансового менеджмента, новое качество работы и культуры финансовых служб** компании. В частности, в функции финансовых служб начинает входить:

-проектирование финансовых продуктов, в т.ч. новых, и внедрение финансовых технологий для удовлетворения общих и специальных потребностей предприятия в денежных ресурсах. Финансовый инжиниринг, совмещающий различные виды финансовых инструментов и сделок, включая операции с акциями, упаковывающий их в единые технологии, для решения комплексных финансовых и организационно-экономических проблем предприятия;

-управление риском, доходностью и ликвидностью в системе финансового менеджмента эмитента;

-управление портфелем своих собственных ценных бумаг. Снижение стоимости капитала на основе управления портфелем акций / долгов предприятия (откуп ценных бумаг на рынке в моменты снижения их рыночной стоимости).

Отрицательные стороны IPO для предприятия – эмитента:

- Возникает проблема **разводнения капитала** (решается тем, что IPO охватывает до 10 – 20% акций, контроль за бизнесом со стороны главных акционеров не меняется). С **миноритарными акционерами**, обладающими рядом прав по отношению к акционерному обществу, контролирующим собственникам и менеджменту компаний, связан потенциальный **рост конфликтов интересов**;
- **Необходимость публичного раскрытия информации** об эмитенте, что, с одной стороны, делает предприятие информационно более открытым (в т.ч. 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 кредитами и другими финансовыми инструментами, не являющимися ценными бумагами (государственная регистрация выпусков ценных бумаг, прохождение листинга, публичное раскрытие информации, соблюдение стандартов корпоративного поведения, ведение учета и отчетности по международным

стандартам, более тяжелая налоговая нагрузка, обязательное раскрытие информации и др.).

- **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).
- **Возникновение внешнего мониторинга**, осуществляемого со стороны **рынка**. Инвесторы как лица, заинтересованные в возвратности вложенных средств, будут стремиться реагировать – в пределах собственных возможностей – на результаты деятельности высокотехнологичной компании – эмитента. Повышение рисков – в ощущениях инвесторов – будет неизбежно сопровождаться продажами акций компании, ростом издержек на привлечение капитала, сокращением сроков заимствований, ухудшением ликвидности акций и других финансовых продуктов, выпускаемых эмитентом. Акционеры будут стремиться воздействовать на контролирующих собственников и менеджмент эмитента с тем, чтобы они принимали более рациональные решения. Соответственно, возникает «контроль» рынка за действиями крупных акционеров и менеджмента, побуждающий их к более взвешенным решениям, направленным на поддержание позитивного мнения рынка об экономике и финансах компании.

2.3. Требования финансового рынка к компании – объекту IPO

Размеры бизнеса

IPO может осуществляться как компаниями, имеющими **среднюю капитализацию**, так и эмитентами **малой капитализации** (для последних существуют

специализированные рынки или сегменты «small caps», высокотехнологичных компаний, «компаний новой экономики» и т.п.).⁴

Оценочные критерии бизнеса как объектов IPO:

-компания малой капитализации – бизнес с активами от 3 – 5 до 10 – 15 млн. долл. США и ежегодной выручкой от 7 – 8 до 40 - 50 млн. долл. США;

-компания средней капитализации – бизнес с активами от 10 – 15 до 40 – 50 млн. долл. США и ежегодной выручкой от 40 - 50 до 250 - 300 млн. долл. США.

Этап развития бизнеса

Бизнес должен находиться на следующих **этапах жизненного цикла**:

-быстрого роста (после завершения венчурной стадии);

-либо устойчивого роста и стабилизации.

Не могут выводиться на IPO компании, находящиеся на этапах:

-создания (венчурное финансирование);

-замедления роста и постепенного прекращения деятельности.

Легальность существования эмитента и его ценных бумаг

-удостоверение существования эмитента как юридического лица;

-прохождение ценными бумагами всех необходимых процедур регистрации, законность их существования в качестве объекта фактических и юридических действий.

Границы бизнеса

-наличие четко очерченных границ бизнеса, его консолидированной и систематически выстроенной структуры (неважно, имеется ли в виду холдинговая структура или основная компания);

-единство собственности в пределах бизнеса (единая акция или наличие доминирующей и четко очерченной группы собственников, отсутствие подставных лиц в структуре собственников);

-отсутствие «темных» или «серых» зон в пределах границ бизнеса, выводимого на IPO;

-отсутствие излишне раздробленной структуры бизнеса (например, нескольких десятков компаний с небольшими оборотами), созданной для разделения юридической и

⁴ Примеры (2005 г.): Великобритания - Альтернативный инвестиционный рынок (Alternative Investment Market (AIM), TechMARK, TechMARK Mediscience (Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange), OFEX; Еврозона: биржевой сегмент Small & Mid Caps, Прибиржевой рынок “Alternext” (фондовая биржа Euronext); США: NASDAQ SmallCap Market является фондовая биржа NASDAQ (NASDAQ Stock Exchange); Япония: Mothers (Market of the High-growth and Emerging Stocks) (Токийская фондовая биржа (Tokyo Stock Exchange) и др. Ожидается создание подобных рынков и в России

налоговой ответственности, активов, денежных и материальных потоков и прибылей, для снижения налоговых и таможенных платежей, для закрытия реальной структуры собственности и т.п.

Устойчивость бизнеса

– *срок существования* - не менее двух – трех лет (на практике – четырех - пяти лет).

Ликвидность ценных бумаг, раздробленность акционерного капитала, соответствие величины номинала акции требованиям массового спроса

– *одинаковость и равенство прав акций*, проходящих IPO и последующий листинг для обращения на вторичном рынке;

-*отсутствие ограничений* на свободное обращение ценных бумаг;

-*число акций*, находящихся *в публичном обращении* (не принадлежащих лицам, аффилированным с эмитентом, с его контролирующими акционерами и менеджерами), «free float» в натуральном выражении - например, один миллион штук;

-*доля акционерного капитала, находящаяся в свободном обращении* (не принадлежащая лицам, аффилированным с эмитентом, с его контролирующими акционерами и менеджерами), «free float» в процентном выражении – 25 – 30%;⁵

-*номинал акции* – до одного - десяти рублей за акцию;

-*минимальное количество акционеров после IPO, обеспечивающее ликвидность*, – например, от 100 – 300 до 1000.

Соответствие стандартам корпоративного управления

-соответствие действующему акционерному праву, законодательству о защите прав инвесторов; Кодексу корпоративного поведения;⁶

-наличие документированной политики в области развития отношений с инвесторами и в других областях корпоративного поведения (в том числе наличие независимых директоров);

-широко распространенным требованием на зарубежных рынках является *ограничение выхода из бизнеса или продажи его крупных долей со стороны контролирующих акционеров* в течение длительного периода времени после первичного размещения ценных бумаг (IPO). Например, *отказ лиц*, аффилированных с эмитентом, от продажи или передачи принадлежащих им акций в течение двенадцати месяцев с момента допуска акций на организованный рынок. Компании малой и средней

⁵ “Free float” - не связанный капитал (фактически свободная для обращения часть акционерного капитала, не удерживаемая в собственности контролирующих и крупных акционеров)

⁶ Рекомендован распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 г. №421/р

капитализации в существенной мере зависят от субъективного фактора, от того, продолжают ли их учредители - авторы бизнес-идеи участвовать в управлении или же покидают бизнес – после размещения акций на публичном рынке - с его последующим возможным разрушением.

Учет и аудит

При проведении IPO на *зарубежных рынках*:

- соответствие международным стандартам учета и отчетности (GAAP и IFRS (в прошлом IAS));
- раскрытие информации на английском языке;
- осуществление аудита одной из международно признанных компаний.

Своевременное и полное раскрытие информации

-раскрытие информации о компании в соответствии с установленными требованиями на рынке ценных бумаг (например, по законодательству об акционерных обществах);

-раскрытие информации в соответствии с *международными стандартами* финансовой отчетности;

-назначение представителя эмитента, ответственного за раскрытие информации, из числа лиц, входящих в исполнительные органы управления;

-публикация корпоративной стратегии в случае, если предприятие имеет микроразмеры или же демонстрирует ухудшающиеся результаты финансово – хозяйственной деятельности;

-раскрытие при необходимости бизнес-планов, структуры продуктового и технологического ряда, состава проведенных НИОКР, данных об интеллектуальной собственности, состава персонала, занятого исследованиями;

-проведение регулярных публичных презентаций для аналитиков.

Риски бизнеса

-демонстрация 2-3-летней операционной истории и бизнеса, как прибыльного, прозрачного и быстро развивающегося, с хорошим качеством корпоративного управления, готовностью платить дивиденды;

-устойчивость и положительное финансовое состояние бизнеса (активы, чистые материальные активы, выручка, прибыль, акционерный капитал, ликвидность, соотношение собственного и заемного капитала, рентабельность, оборачиваемость и т.п.)

Требования, предъявляемые к эмитенту для включения его в котировальные списки российских фондовых бирж и проведения IPO

Требования к компаниям для включения их в *котировальные списки* российских фондовых бирж и *проведения IPO* устанавливаются *Федеральной службой по финансовым рынкам* и дублируются *фондовыми биржами* (ММВБ и РТС) (табл. 2.1).⁷

Список «В» является нововведением 2006 г. и специально предназначен для организации IPO для эмитентов, впервые размещающих акции по открытой подписке. Список «В» является временным. После завершения IPO и регистрации отчета об итогах выпуска, эмитент должен быть переведен в котировальные списки «А» или «Б».

Таблица 2.1

Требования к эмитентам для IPO и организации вторичного биржевого рынка обыкновенных акций (на май 2006 г.)

Требования к эмитенту	Котировальные списки			
	"А" первого уровня	"А" второго уровня	"Б"	"В"
Специальные требования				
Для акций, впервые размещаемых по открытой подписке. Включение в котировальный список для проведения IPO (на срок не более чем 3 месяца после IPO с последующим переводом в другие котировальные списки)	-	-	-	+
Соблюдение требований законодательства				
Соблюдение законодательства РФ о ценных бумагах и нормативных актов ФСФР	+	+	+	+
Осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг и отчета о выпуске	+	+	+	+
Ликвидность акций				
Доля владения обыкновенных акций одним лицом и его аффилированными лицами	Не выше 75%	Не выше 75%	Не выше 90%	-
Капитализация эмитента по обыкновенным акциям	Не менее 25 млрд. руб.	Не менее 3 млрд. руб.	Не менее 1,5 млрд. руб.	-
Объем сделок с акциями на бирже за последние три месяца	Не менее 25 млн. руб.	Не менее 2,5 млн. руб.	Не менее 1,5 млн. руб.	-
Устойчивость и финансовое положение бизнеса				
Срок существования эмитента	Не менее 3 лет	Не менее 3 лет	Не менее 1 года	Не менее 3 лет
Отсутствие убытков по итогам 2 лет из последних 3	+	+	-	+
Раскрытие информации				
Годовая отчетность и аудит на русском языке по МСФО или US GAAP	+	+	-	-
Раскрытие фондовой бирже информации об аффилированных лицах	+	+	+	+
Корпоративное управление				

⁷ Установлены Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР от 15 декабря 2004 г. N 04-1245/пз-н (с последующими изменениями)

Наличие Совета директоров	+	+	+	+
Наличие независимых директоров	Не менее 3 - х	Не менее 3 - х	Не менее 1-го	Не менее 1-го
Наличие комитета по аудиту с участием независимых директоров	+	+	+	+
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям с участием независимых директоров	+	+	-	-
Наличие коллегиального исполнительного органа	+	+	-	-
Обязанность членов органов управления раскрывать информацию о сделках с акциями эмитента	+	+	+	+
Установление эмитентом порядка раскрытия информации	+	+	-	-
Установление эмитентом порядка использования инсайдерской информации	+	+	+	+
Установление порядка внутреннего контроля	+	+	+	+
Обеспечение свободного оборота акций (освобождение приобретателя от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции при покупке 30% и более обыкновенных акций)	+	+	+	+
Сообщение о проведении общего собрания акционеров не менее чем за 30 дней до его проведения	+	+	+	+

Требования, предъявляемые к эмитенту для проведения IPO на Лондонской фондовой бирже (Alternative Investment Market)

Целевое назначение рынка. Позиционируется как «ведущий рынок мира для растущих компаний небольшого размера».⁸

Критерии листинга. В качестве критериев листинга выступают:⁹

-раскрытие информации эмитентом (удостоверение легального существования эмитента и наличия «уполномоченного консультанта» (*nominated adviser*), заверение в свободной обращаемости и одинаковости прав ценных бумаг, выводимых на AIM, данные о потенциальных конфликтах интересов, связанных с директорами компании, с получателями крупных вознаграждений, с лицами, заинтересованными в приобретении крупных пакетов акций или иного имущества эмитента; раскрытие информации в соответствии с “Public Offers of Securities Regulations 1995 (POS Regulations)», определяющими порядок публичного предложения ценных бумаг в Великобритании, разработанными и введенными на основе Европейской директивы о подготовке проспектов ценных бумаг (European Prospectus Directive (EEC/89/298);

⁸ AIM. Alternative Investment Market. – London: London Stock Exchange, September 2004

⁹ AIM Rules. Правила опубликованы официальным интернет-представительством Лондонской фондовой биржи www.londonstockexchange.com

-наличие «уполномоченного консультанта», обязательность его консультационного сопровождения при входе на рынок AIM и последующей деятельности на рынке. Минимальные **критерии отбора** указанного консультанта: 1)статус юридического лица; 2)его деятельность в области корпоративного финансирования в течение не менее двух лет; 3)деятельность в качестве главного консультанта при совершении надлежащих сделок в области корпоративного финансирования в течение не менее двух лет («надлежащие сделки» - сделки, включающие в качестве элемента листинг или подготовку проспекта, поглощения публичных компаний в юрисдикции Европейского Союза, в т.ч. по меньшей мере две подобных сделки должны иметь своим объектом акции, обращающиеся на организованном рынке); 4)в состав штата должны входить по меньшей мере четыре квалифицированных специалиста (понятие «квалифицированный» предполагает деятельность по консультированию в области корпоративных финансов в течение не менее трех лет и при обслуживании не менее трех надлежащих сделок, отсутствие санкций со стороны финансового регулятора);¹⁰

-свободная обращаемость, идентичность и одинаковость прав ценных бумаг, выводимых на AIM;

-достаточность оборотного капитала для деятельности в течение не менее двенадцати месяцев (по заявлению и оценке эмитента);

-обязательство выполнять правила AIM и обращаться за консультационной поддержкой во всех надлежащих ситуациях к «уполномоченному консультанту»;

-отказ лиц, аффилированных с эмитентом, от продажи или передачи принадлежащих им акций в течение двенадцати месяцев с момента допуска акций на AIM.

2.4. Последовательность выхода компании на рынок ценных бумаг и IPO. Начальные этапы подготовки IPO

Стандартная **последовательность выхода** компании на рынок ценных бумаг и подготовки IPO, какой она складывается в деловой практике, представлена в **схеме 2.1**.

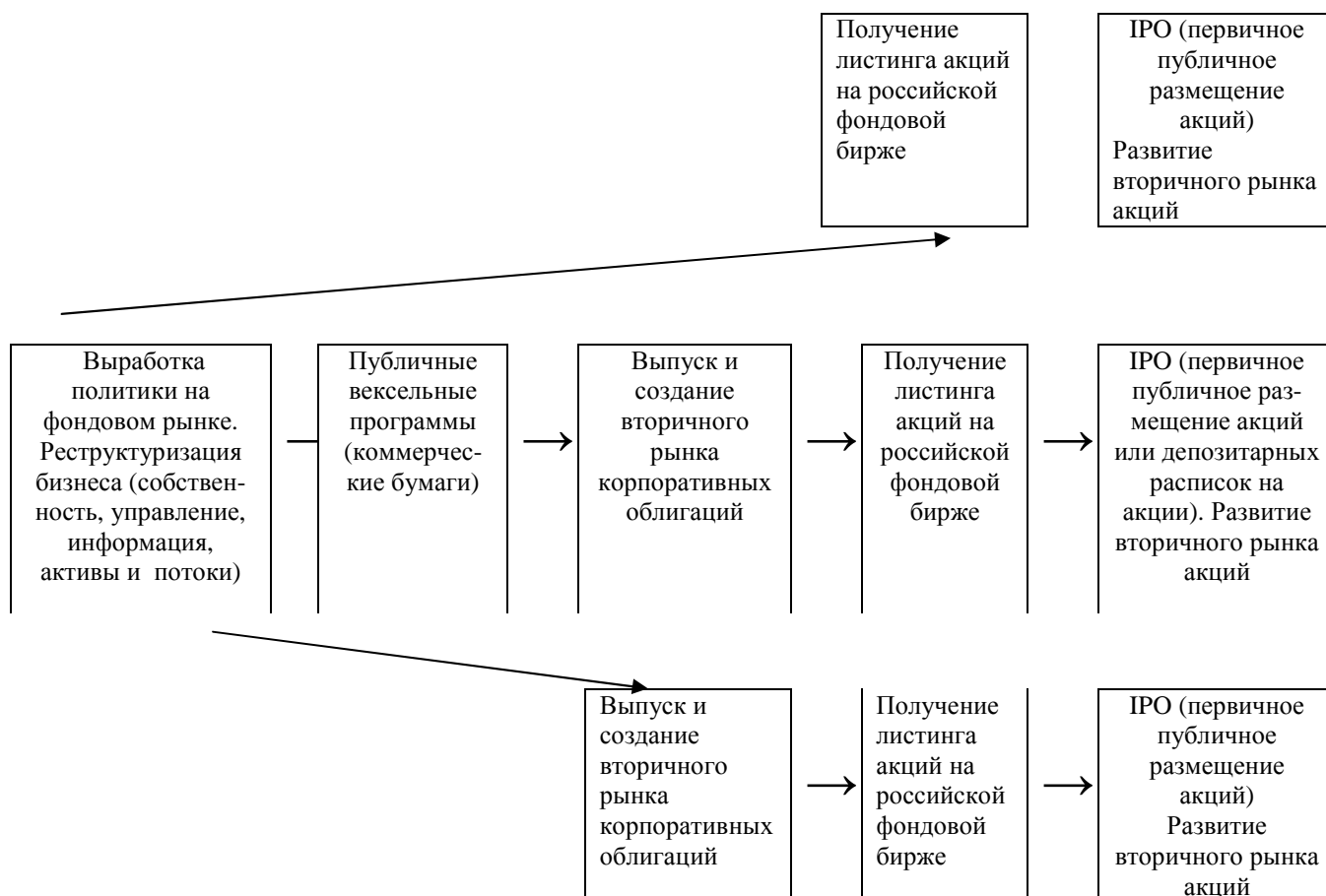
Бизнес может выходить на IPO, начиная с выпуска публичных долговых инструментов, делая пробный листинг на фондовой бирже за счет имеющихся акций и, наконец, переходя к полноценному IPO, сначала на внутреннем рублевом рынке, затем – на внешних рынках.

¹⁰ AIM. Nominated Adviser Eligibility Criteria. – London: London Stock Exchange, April 2005

Вместе с тем известны множественные случаи, когда пропускались стадии выпуска долговых инструментов и пробного листинга, с тем, чтобы привлечь финансирование на фондовом рынке, начиная непосредственно с IPO (рублевого или же сразу же в форме депозитарных расписок в Лондоне, Нью-Йорке, Франкфурте).

Схема 2.1

Варианты в последовательности выхода компании на публичный рынок ценных бумаг



Какой бы вариант выхода на фондовый рынок ни был избран, **последовательность продвижения к IPO** включает в себя следующие **начальные этапы**:

-первый этап - разработка **политики выхода компании** на рынок ценных бумаг и организации IPO, анализ проблем и интересов бизнеса, решаемых организацией IPO; разработка политики развития и инвестиционных проектов, под которые привлекается финансирование с открытого рынка;

-второй этап - **фондовый аудит (due diligence, обеспечение** надлежащего соответствия). Вступительная проверка, осуществляемая при начале работ по организации

корпоративного финансирования, выпуска ценных бумаг и т.п. В рамках фондового аудита производится:

- выявление правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг;
- анализ юридической законности существующих отношений собственности — возможных нарушений эмитентом законодательства о рынке ценных бумаг, о защите инвесторов, о хозяйственных обществах, а также антимонопольного законодательства;
- проверка регистрации предшествующих выпусков ценных бумаг, анализ соблюдения порядка обязательного раскрытия информации, правильности совершения крупных сделок с активами/сделок с заинтересованностью, проверка выполнения предписаний финансового регулятора;
- оценка документальной базы предприятия, относящейся к фиксации прав собственности, эмиссиям ценных бумаг;
- анализ степени урегулированности конфликтов интересов;
- определение возможных нарушений во взаимоотношениях с инвесторами, с регистратором и другими инфраструктурными организациями рынка ценных бумаг;
- анализ возможных экономических, юридических и документальных препятствий для организации корпоративного финансирования);

-третий этап - урегулирование всех вопросов, связанных с юридической чистотой собственности на предприятие, проведенных эмиссий ценных бумаг и формирования акционерного капитала. Соответственно, урегулирование отношений с государственными органами – регуляторами рынка ценных бумаг и имущественных отношений (Федеральная служба по финансовым рынкам, Федеральная антимонопольная служба, Министерство экономического развития и торговли (в части имущественных отношений и участия государства), региональные администрации), включая регистрацию выпусков ценных бумаг, изменений в учредительных документах, отчетность эмитента, раскрытие информации, антимонопольный контроль, соблюдение порядка ведения реестра и т.п.;

-четвертый этап - финансовое и организационное реструктурирование бизнеса (консолидация и утверждение новой экономической и организационной схемы бизнеса, реорганизация структуры / консолидация собственности и связанной с ней системы управления; освобождение от подставных собственников; осуществление технических эмиссий под добавочный капитал или эмиссий, связанных с реорганизацией; консолидация и перераспределение активов и пассивов, денежных потоков; реорганизация

и сокращение числа дочерних компаний, если бизнес был чрезмерно раздроблен; осуществление комплекса аудиторских, оценочных, налоговых, юридических и консультационных работ, связанных с финансовым реструктурированием);

-пятый этап – оценка бизнеса как основа его вывода на публичный рынок ценных бумаг. В частности, оценка на основе *доходного подхода* (оценка по настоящей и будущей стоимости акций (дисконтирование потоков прибылей предприятия); *сравнительного подхода* (сопоставление цен акций различных компаний (по величине прибыли на единицу стоимости акции, по выходу натуральной продукции на единицу стоимости акций, на основе сравнения капитализации компаний и т.п.), *затратного подхода* (на основе размера чистых активов и др.); *рыночного подхода* (внебиржевые сделки).

2.5. Разработка политики компании на финансовом рынке / выхода на IPO

Стандартная последовательность выхода компании на IPO, сложившаяся в деловой практике, приведена в *пункте 2.4.*

Рекомендуется разработка и утверждение *документированной политики компании* по выходу на финансовый рынок / IPO, которая бы являлась *управленческим решением собственников бизнеса* и определяла бы задачи менеджмента в этой области, сроки, этапы, выделенные ресурсы, порядок управления проектом.

Политика компании в отношении фондового рынка и IPO полностью определяется:

- интересами собственников;
- поведенческой моделью собственников и менеджмента, которой они придерживаются на финансовом рынке/

Экономические и управленческие интересы собственников предприятия. Политика предприятия на рынке ценных бумаг *полностью определяется интересами контролирующих собственников*, их взглядами на перспективность бизнеса на фондовом рынке. Все операции, связанные с эмиссиями ценных бумаг, реструктурированием акционерного капитала, выводом части акций на публичный рынок, принятием предприятием на себя долговой нагрузки (облигации и векселя), процентная и дивидендная политика, создание через ценные бумаги систем участия в капиталах и др. – все эти элементы включаются в политику предприятия только тогда и в тех формах,

которые определяются экономическими и управленческими интересами собственников предприятия.

Поведенческая модель. В большинстве случаев **собственники и менеджмент компании** не формулируют свою политику, действует стихийно - и несут потери. В свою очередь, **специалисты компании**, планирующие ее работу на рынке ценных бумаг, тратят огромное количество времени на разработку заведомо неприемлемых предложений, не соответствующих взглядам руководителей, их знаниям, характеру, уровню рисков, которые они принимают, и, в конечном счете, общей политике предприятия.

Прежде, чем начинать работу на рынке ценных бумаг, необходимо определить, какой тип политики предприятия отвечает **желаниям и характеру его руководителя**. В частности, возможность выхода предприятия на IPO определяется **концепциями бизнеса, которых придерживаются собственники и менеджеры верхнего звена**

-в отношении **природы и перспектив бизнеса** – границы, продуктовая линейка, клиентские ниши, региональная структура, темпы роста, ключевые проекты, степень консолидации бизнеса, требующиеся финансовые ресурсы, вовлеченность бизнеса в финансовые операции, приоритетные финансовые продукты, требования к финансовому менеджменту;

-в отношении **корпоративного управления** - готовность допустить влияние на управление миноритарных акционеров, владеющих 10 – 20% акционерного капитала; раскрыть структуру собственности и реальные объемы бизнеса (данные «управленческого учета»); обеспечить более полное и открытое информирование публики о своей работе, стать прозрачной компанией, подвергнуться дополнительным регулятивным ограничениям);

-**готовность идти на значительные затраты**, не приносящие гарантированной прибыли, на вход на рынок ценных бумаг.

Поведенческие модели, которых обычно придерживаются собственники и руководители верхнего звена, приведены в **таблице 2.1**.

Таблица 2.1

Поведенческие модели, относящиеся к выходу бизнеса на IPO

Критерии сравнения	Консервативная политика	Умеренная политика	Агрессивная политика
--------------------	-------------------------	--------------------	----------------------

Типы бизнеса	Закрытый бизнес, неподвижная структура собственности, «оборона» от внешних инвесторов и финансовых институтов, невозможность IPO	Приоткрывающийся бизнес, «германская» модель, вход на рынок ценных бумаг через долговые инструменты и медленное продвижение к IPO	Ориентация на «американскую» модель компании, на инновационный и агрессивный финансовый менеджмент, стремление «войти первым» в новые финансовые продукты, на доходы от роста, отчасти спекулятивного капитализации. IPO – минуя долговой рынок
Методы расширения ресурсной базы предприятия	Отказ от быстрого расширения ресурсной базы за счет выпуска акций, облигаций и иных долговых обязательств. Выпуск ценных бумаг носит эпизодический характер и часто обусловлен требованиями регулятивных инстанций (например, требованием увеличения минимального акционерного капитала). Предпочтение обычного банковского кредитования либо финансирования за счет авансов потребителей и роста кредиторской задолженности. В случае выпуска ценных бумаг предпочтение отдается уже давно наработанным в хозяйстве схемам (векселя, облигации). Отсутствие финансовых инноваций, частая убежденность, что операции с ценными бумагами связаны прежде всего со спекуляцией, фиктивным капиталом	Умеренное и сбалансированное по рискам расширение ресурсной базы предприятия за счет роста, в первую очередь, выпуска долговых ценных бумаг и, во вторую, акционерного капитала. Наибольшее предпочтение в ресурсной политике отдается традиционному кредитованию, нормальной кредиторской задолженности, авансированию средств потребителями. Выпуск ценных бумаг ограничен наиболее традиционными их видами (акции, облигации) на стандартных условиях. Частое использование векселей в расчетных схемах. Малая подверженность финансовым инновациям, операции со складскими свидетельствами, срочными контрактами, как правило, не рассматриваются.	Быстрое, на основе принятия высоких рисков расширение ресурсной базы за счет все увеличивающейся доли выпуска ценных бумаг (в сравнении с кредитами и другими ресурсами). Обычной стратегией является быстрое расширение акционерного капитала как основы для увеличения финансовой базы операций предприятия в целом. Использование выпуска коммерческих бумаг, облигаций, складских свидетельств, проектного и торгового финансирования, лизинга, применение методов финансового инжиниринга, конструирование сложных финансовых и юридических продуктов, сочетающих в себе традиционное банковское финансирование, ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Частое обращение за ресурсами на внешние рынки.
Методы инвестирования	Поведение в качестве консервативного инвестора, ориентирующегося на минимальные риски, высокую надежность и ликвидность ценных бумаг. Часто финансовые вложения существуют лишь в виде банковских депозитов и вкладов в уставные капиталы дочерних, зависимых или иных компаний. Предпочтение для инвестиций только тех ценных бумаг, которые на данном этапе рынка рассматриваются как надежные и ликвидные, многократно проверенные другими инвесторами. Поддерживает стабильную или медленно сокращающуюся долю вложений в ценные бумаги (или такие вложения вообще отсутствуют). Часто операции с ценными бумагами являются только следствием товарно – расчетных операций (векселя, Складские свидетельства)	Поведение в качестве инвестора, ориентирующегося на сочетание умеренного риска с достаточной надежностью, ликвидностью и прибыльностью ценных бумаг. Умеренное приобретение высокорискованных ценных бумаг, долей в портфелях венчурных предприятий при активной игре на рынках высоколиквидных ценных бумаг, обладающих низкими рисками (взаимная компенсация рисков). Поддерживает стабильную или медленно растущую долю вложений в ценные бумаги. «Идет вслед за рынком» – при росте курсов активно вовлекается в фондовые операции, при их падении уходит с рынка, прекращает операции с ценными бумагами.	Поведение в качестве агрессивного инвестора, принимающего на себя высокие уровни рисков, активно расширяющего долю ценных бумаг в структуре вложений, широко работающего с ценными бумагами венчурных предприятий, на новых фондовых рынках, с новыми видами ценных бумаг. Склонность к тому, чтобы «отдать» часть финансовых активов для спекулятивной деятельности, пытаться играть на внешних рынках, на рынках производных инструментов. Стремление к финансовому инжинирингу, созданию «финансовых схем» и новых финансовых инструментов, попытки управлять рисками. Всегда опережает других инвесторов в приходе на рынок, в апробировании новых финансовых технологий.

3. Цели и инфраструктура IPO

3.1. Основные цели и задачи IPO

Основными *целями* IPO для эмитента являются:

- превращение бизнеса в товар, имеющий цену и рынок;
- повышение капитализации;
- изменение системы финансирования растущего бизнеса;
- привлечение инвестиций;
- реструктурирование бизнеса;
- прочие цели.

В соответствии с этими целями эмитентом решаются следующие *задачи*:

Превращение бизнеса в товар, имеющий цену и рынок

подавляющее большинство российских компаний имеет контролирующих собственников, важнейший экономический интерес которых – прибыль, денежные и материальные потоки, активы созданного им бизнеса.

В этой модели бизнес не является товаром, все экономические выгоды его владелец получает от текущей деятельности. Стоимость предприятия не имеет значения.

Альтернатива этому – выход на публичный рынок, на IPO. В этом случае *сама компания становится ликвидным товаром*, получает публичную оценку стоимости (капитализацию). Управление стоимостью компании становится одной из центральных задач ее владельцев.

Контролирующие собственники могут получить *экономические выгоды не только от текущей деятельности, но и от продажи частей бизнеса* (в IPO – обычно до 10 – 20%) без утраты контроля над ним. Крупные пакеты акций оцениваются публично, объективно, становясь более дорогим товаром, чем в закрытых сделках рынка корпоративного контроля. На открытом рынке акций собственники способны возратить и окупить инвестиции, сделанные в бизнес на начальных этапах, сохраняя при этом контроль за ним и доступ к финансовым и материальным потокам, связанным с бизнесом.

Ключевой элемент - понимание всё большей частью собственников того, что их бизнес – товар, что его справедливую оценку возможно получить только на публичном рынке, не поступаясь при этом контролем.

Повышение капитализации

-справедливая оценка бизнеса, управление стоимостью компании, содействие ее росту. Только публичный фондовый рынок, основанный на равенстве его участников,

на общедоступности информации об эмитентах, на диверсифицированном спросе и предложении акций способен осуществить **объективную оценку бизнеса**, выявить его **капитализацию**, поддержанную спросом инвесторов, и **обеспечить ее рост** в меру увеличения ценности компании (продуктовый ряд, используемые технологии, рыночные ниши, финансовое положение эмитента и т.п.). Оценка рыночной стоимости компании на публичном рынке позволяет:

- определить истинную стоимость имущества контролирующего акционера;
- использовать ее в качестве центрального индикатора деятельности компании, рост рыночной стоимости которой является основой для организации отношений с акционерами;
- иметь ценовую базу для предпродажной подготовки бизнеса и ведения переговоров с прямыми инвесторами;

-возврат контролирующими акционерами части вложенных в развитие бизнеса средств. IPO означает **подготовку компании к крупным сделкам со стратегическими инвесторами на рынке корпоративного контроля**, если контролирующие акционеры примут такое решение. Справедливая оценка бизнеса на рынке ценных бумаг, отлаженный публичный оборот части акций и успешно действующий механизм корпоративного управления (corporate governance), управление акционерным капиталом и отношениями с инвесторами) делает компанию, прошедшую IPO, более подготовленной, более оцененной для сделок со стратегическими инвесторами (продажа крупных миноритарных или контролирующих пакетов акций, поглощения). Компания средней и малой капитализации, поддержанная сделками с ее акциями на публичном рынке, становится более ликвидной;

-создание **базы для привлечения заемного капитала** в большем объеме и с меньшими издержками. Финансирование успешной и растущей компании, акции которой обращаются на публичном рынке, осуществляется на более выгодных условиях в любых программах привлечения инвестиций – как через рынок ценных бумаг, так и через рынки других финансовых продуктов (кредитование, лизинг, торговое финансирование и т.п.).

Изменение системы финансирования растущего бизнеса

-публичный организованный **фондовый рынок** (биржевые и внебиржевые торговые площадки), как правило, **не может обеспечивать денежными ресурсами инновационные проекты**, находящиеся на венчурной стадии (разработка идеи, стадия НИОКР, проведение испытаний и получение первых образцов продукции и технологий,

формирование начальных портфелей заказов и т.п.). С этой целью обычно используется **индустрия венчурного финансирования** («бизнес-ангелы», венчурные фонды, системы малых грантов и кредитов, пользующихся государственной поддержкой, и т.п.);

-бизнесы, созданные в Российской Федерации в 1990-х гг., использовали преимущественно **неформальные источники финансирования** (частные займы) либо банковские кредиты, существуя как неконсолидированные и непрозрачные пулы активов, формирование которых происходило под влиянием задач сокращения налоговых выплат, закрытия структуры собственности, разделения денежных потоков, активов, юридической ответственности. Завершение венчурной стадии в 2000 – 2005-х гг. ставит их перед альтернативой:

а) сохранение непрозрачной и раздробленной структуры бизнеса и системы финансирования, свойственной 1990-м гг., создаст серьезные ограничения дальнейшего развития компаний, крупным технологичным бизнесом невозможно управлять и его невозможно финансировать на основе методов, свойственных венчурной стадии и условиям 1990-х гг.;

б) реструктуризация, выход в более прозрачную область функционирования, раскрытие информации, обращение к публичным рынкам (долговые инструменты, акции) для получения объемного финансирования для поддержания роста;

-финансирование компаний на публичных фондовых рынках может осуществляться, только **начиная со стадии**, когда компания завоевала свою начальную продуктовую и клиентскую нишу, приобрела минимальную устойчивость в кадровом, ресурсном, техническом и технологическом потенциале, перешла от этапа испытаний и отладки к регулярному производственному процессу. **В финансовом измерении** это может означать наличие активов компании от 3 – 5 до 10 – 15 млн. долл. США и ежегодной выручки от 7 – 8 до 40 - 50 млн. долл. США. **В производственном измерении** начало финансирования на публичных фондовых рынках обычно связывается **со стадией экспансии в жизненном цикле компании** – переходу к быстрому росту, к ускоренному расширению клиентуры, продуктового ряда, к завоеванию новых рыночных ниш – что обычно требует расширенных финансовых вложений, формирует устойчивый дефицит средств, восполняемый на публичном фондовом рынке. В этот момент компании, будучи готовыми к раскрытию информации и вложению средств массовых инвесторов, являются еще неустойчивыми, их деятельность связана с повышенными финансовыми рисками (хотя и меньшими, чем на венчурной стадии), генерируя более высокую, чем

среднерыночная доходность, при большей вероятности потерь для инвестора в сравнении со средним уровнем;

-сокращение зависимости от долговых источников финансирования, меньшая зависимость от банка или иного индивидуального кредитора, его мнения об эмитенте (часто необъективного и не основанного на всей необходимой информации. В случае выхода высокотехнологичной компании на рынок акций **ее финансирует весь рынок**;

-снижение стоимости привлечения капитала. Финансирование за счет акций снижает объем финансовых обязательств, лежащих на эмитенте. При прочих равных, ликвидность акций, способность эмитента посредством их выпуска обращаться за финансированием не к нескольким кредиторам, а ко всему рынку, ведут к меньшим кредитным рискам и, как следствие, к более низким процентными издержкам на привлечение заемных денежных ресурсов.

Привлечение инвестиций

Соответственно, **IPO обеспечивает доступ к капиталу на стадии ускоренного роста.** Растущие компании испытывают значительный **дефицит финансирования** в том, чтобы начать / продолжить продуктовую, клиентскую и географическую экспансию, осуществить поглощения, расширить масштабы производства и в дальнейшем перейти в устойчивую стадию жизненного цикла компании. Получение значительных денежных ресурсов с временным горизонтом свыше одного года создает возможности для осуществления капиталоемких инвестиций эмитента в расширение производства, в увеличение его операционной способности в сфере дистрибуции продукции, в развитие экспортного потенциала и т.п. **Покрытие дефицита финансирования на стадии ускоренного роста, замещение венчурного или неформального финансирования регулярным** – одна из задач IPO.

При этом могут решаться следующие конкретные задачи:

а) покрытие краткосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования оборотных средств с целью:

-более полной загрузки имеющихся мощностей;

-восстановления оборотных средств (для покрытия недостатка оборотных средств), доведения их до минимально необходимой величины;

-ликвидации диспропорций в балансе основных и оборотных активов, возникших в результате рыночного изменения структуры источников оборотных средств (снижение доли банковского кредита, увеличение доли финансирования за счет выпуска акций, секьюритизация дебиторско-кредиторской задолженности).

б) покрытие средне- и долгосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования капитальных вложений (проектное финансирование), включая проекты дочерних компаний:

-Развитие традиционной деятельности и социальные проекты, в т.ч.:

- ввод или приобретение новых мощностей;
- реконструкция, модернизация, ремонт мощностей, в т.ч. на поддержание уровня производства основной продукции. Обновление и реконструкция обеспечивающих подразделений (энергетическое хозяйство, транспорт, строительство, ремонт, сельское хозяйство, социальная сфера);
- реализация социальных проектов, в т. ч. жилищное строительство, социальная инфраструктура, экологические проекты.

-Инновационные проекты, диверсификация деятельности:

- создание новых предприятий***, дочерних компаний или структурных подразделений по производству продукции, не являющейся основной (осуществление инвестиционных проектов, создание новых рабочих мест, частичное или полное репрофилирование имеющихся мощностей);
- создание инфраструктуры*** для дистрибуции выпускаемых товаров или услуг;
- приобретение*** земли и недвижимости:
- сторонняя деятельность*** (сдача имущества в аренду, производственное или коммерческое использование земельных участков и производственных площадей, прав на разработку недр, операции с недвижимостью, торговля-сбытовая деятельность по основной и сторонней продукции);
- создание финансовой инфраструктуры*** крупного бизнеса (дочерние финансовые институты, развитие финансовых операций с целью диверсификации доходов, мобилизации денежных ресурсов на нужды предприятия, «закачивание» в него денег).

Реализация интересов собственников через рынок ценных бумаг. Через рынок ценных бумаг могут покрываться следующие потребности предприятий, связанные с интересами их собственников: а) реструктурирование акционерных капиталов, б) создание групп связанных предприятий, в) оценка рыночной стоимости предприятия в интересах собственника.

Реструктурирование бизнеса.

IPO может служить решению следующих *задач*:

-изменение структуры собственности. В этой связи происходящее в процессе IPO изменение структуры акционерного капитала может приводить к реализации следующих *целей*: *а)* сокращение доли государства в соответствии с его интересами и интересами собственника, *б)* с целью снижения рисков включение в состав акционерного капитала иностранных инвесторов, инвестиционных фондов, финансовых институтов – кредиторов, *в)* диверсификация собственности, передача 10 – 20% акционерного капитала для свободного обращения среди публичных инвесторов, *г)* использование процесса подготовки IPO для консолидации бизнеса (переход на единую акцию);

-накопление средств, использование выручки от IPO в качестве инструмента *консолидации бизнеса* (выкуп у недружественных акционеров миноритарных долей в дочерних компаниях, присоединение зависимых компаний и т.п.);

-направление средств от IPO на *поглощение* компаний-конкурентов, превращение их в зависимые или дочерние общества и т.п.;

-закрытие неперспективных компаний и их подразделений, *подготовка к продаже* непрофильных предприятий, исключение из эксплуатации неблагоприятных, с точки зрения экономической эффективности отработки запасов ресурсов (минеральных, топливных, лесных и т.д.);

-финансовое реструктурирование (замещение долгового финансирования собственными средствами, снижение фактического уровня финансового рычага, сокращение уровня финансовых рисков, относящихся к эмитенту).

Прочие цели

В прочие цели выхода предприятия на рынок IPO / акций могут входить:

-маркетинг предприятия;

-создание биржевой истории для получения более льготных условий финансирования на иностранных рынках и внутри страны;

-опционные программы для менеджмента и персонала; планы вложения в акции средств работников предприятия;

-финансовый инжиниринг.

В частности, *задачи маркетинга*, решаемые через IPO / выпуск акций, могут быть уточнены следующим образом:

-привлечение внимания к имени предприятия;

- бесплатный маркетинг его продукции;
- позиционирование не только на продуктовом, но и на финансовом рынке (многократное упоминание имени предприятия в финансовой и обычной прессе в связи с изменениями конъюнктуры его акций);
- включение предприятия в биржевые индексы;
- публичная оценка предприятия финансовыми аналитиками.

При *создании биржевой истории* для получения более льготных условий частного финансирования могут решаться следующие задачи:

- обеспечение публичности предприятия, политики максимально возможного раскрытия информации, создание истории листинга и биржевых котировок, кредитной истории по акциям,
- должная организация отношений с акционерами и владельцами акций; демонстрация высокого уровня корпоративного управления (условием IPO является соответствие стандартам корпоративного управления).

Более полное раскрытие информации о рисках предприятия, лучшее понимание инвесторами / кредиторами эмитента и его рисков, лучшая узнаваемость компании ведут к расширению доступа к акционерному и заемному капиталу, к росту операционной способности предприятия привлекать денежные ресурсы на финансовом рынке, к меньшим издержкам на получение доступа к долевым и заемным денежным ресурсам.

Такая политика обычно приводит к тому, что инвесторы, как иностранные, так и внутренние, предоставляют финансирование более охотно и на более льготных условиях. Инвесторы предпочитают открытые, позитивно настроенные к ним предприятия, справедливо считая, что в этом случае финансовые риски, которые они несут, значительно ниже.

При решении *задач поощрения акциями менеджеров и специалистов* осуществляется:

-*стимулирование менеджеров* путем увеличения их доли в акционерном капитале (опционнне планы, предоставление руководству акций или опционов на акции, передача в собственность ликвидных, обращающихся на публичных рынках акций компании – работодателя по привилегированным ценам);

-создание *планов участия в акционерной собственности* или *опционнне планов* для *специалистов среднего и нижнего звена* с целью поощрения их эффективной деятельности.

3.2. Инфраструктура IPO

Инфраструктура IPO имеет следующий вид (схема 3.1):

Схема 3.1

Инфраструктура, обслуживающая эмитента в процессе IPO, и распределение ее функций



Комментарии к схеме

Номад. При проведении *IPO* на *зарубежных рынках* фондовые биржи обычно (за редким исключением) требуют обязательного участия во взаимодействии между торговой площадкой и эмитентом аккредитованного биржей **финансового консультанта / информационного посредника**, обеспечивающего подготовку эмитента к выходу на рынок (функции «due diligence», конструирование выхода на рынок и инвестиционное консультирование, обеспечение раскрытия информации, заверение правдивости и адекватности раскрытой информации, поддержка раскрытия информации и контроль за ее надлежащим характером после выхода на рынок, юридическое, налоговое и аудиторское консультирование, содействие в области PR – акций и маркетинга финансовых продуктов, аналитическая поддержка эмитента). Обычно такой информационный посредник и инвестиционный консультант принимает на себя статус «уполномоченного консультанта», номады (от *nominated adviser, Nomad*), (варианты - *спонсора листинга (listing sponsor)*, «*партнера по листингу*», «*эксперта по компаниям с малой и средней капитализацией*»), аккредитованного биржей в соответствии с рядом обязательных требований, предъявляемых ему (опыт в корпоративном финансировании, в выводе эмитентов на биржу, во совершении сделок слияний – поглощений). Примеры - *Alternative Investment Market (AIM)* Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange), *Немецкая биржа (Deutsche Börse AG)*, панъевропейская фондовая биржа *Euronext* и ее дочерняя компания «*Alternext*»), *ITEQ* – сегмент рынка Ирландской фондовой биржи (*Irish Stock Exchange*), *Growth Enterprise Market, GEM*, учрежденный корпорацией «*Гонконгские биржи и Клиринг*» (*Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*), *TSX Venture Exchange* Торонтской фондовой биржи (*Toronto Stock Exchange*). В перечень **требований к консультанту по листингу**, установленных для его аккредитации фондовой биржей или иным организатором торговли, могут входить – **статус** юридического лица; **деятельность** консультанта в области корпоративного финансирования в течение не менее двух лет; **наличие опыта** (например, совершение не менее трех сделок в области корпоративного финансирования, включающих в качестве элемента листинг или подготовку проспекта выпуска ценных бумаг, реорганизацию хозяйственных обществ); **наличие** в штате **специалистов**, обладающих опытом и квалификацией в области корпоративного финансирования (лично участвовавших в подготовке и проведении не менее трех сделок в области корпоративного финансирования, включающих в качестве элемента листинг или подготовку проспекта

выпуска ценных бумаг, реорганизацию хозяйственных обществ); возможное требование – **наличие лицензии** профессионального участника рынка ценных бумаг.

Финансовый консультант – особый *статус* профессионального участника рынка ценных бумаг (брокерско-дилерской компании, коммерческого банка), установленный российским законодательством о рынке ценных бумаг, признаваемый **государственным регулятором** (Федеральной службой по финансовым рынкам) и предполагающий выполнение следующих **функций** для **эмитента**:

-**подготовка** проспекта ценных бумаг;

-**проверка** достоверности сведений, указываемых в проспекте ценных бумаг и отчете об итогах выпуска ценных бумаг;

-**подписание** проспекта ценных бумаг и отчета об итогах выпуска ценных бумаг в качестве финансового консультанта;

-**сопровождение** процедур государственной регистрации;

-**контроль** за размещением ценных бумаг;

-**мониторинг** надлежащего и своевременного раскрытия информации.

Андеррайтер, маркет-мейкер – см. раздел 5

4. Основные этапы работ по IPO

4.1. Подбор и первичные переговоры с организатором выпуска / ведущим андеррайтером

Заключение договора между ведущим андеррайтером и эмитентом. Андеррайтинговый договор устанавливает объект и вид андеррайтинга, структуру услуг и сроки их предоставления со стороны андеррайтера, взаимное распределение прав и обязанностей, ответственность сторон при оказании андеррайтером услуг по подготовке размещения и размещению ценных бумаг.

В рамках договора определяются цены на отдельные услуги андеррайтера, смета затрат на эмиссию, устанавливается механизм вознаграждения ведущего андеррайтера, принципы оплаты иных организаций, который будут привлекаться для подготовки и размещения эмиссии акций.

4.2. Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента

Предварительная оценка эмитента и условий рынка

-оценка условий рынка (динамика и структура спроса и предложения, цены, доходность, сопоставимые эмитенты и выпуски ценных бумаг, прогноз развития рынка, типичные проекты IPO, пользующиеся спросом в средне- и краткосрочной перспективе, конкурентоспособность с другими финансовыми продуктами – альтернативы для эмитента),

-эмиссионный потенциал эмитента и его инвестиционная привлекательность:

- единство бизнеса;
- величина и привлекательность бизнеса;
- информационная прозрачность;
- внедрение международных стандартов учета и аудита;
- достоверность информации (кто – аудитор).

-наличие кредитного рейтинга, участие и место в рэнкингах компаний, известность торгового имени и наличие брендов, позиция в своем продуктовом сегменте рынка, кредитная история, наличие неурегулированных конфликтов интересов, отношения с государством, размер денежных потоков, которые генерирует эмитент, прибыльность,

величина активов, уровень кредитного риска, лежащего на эмитенте, ликвидность активов, сомнительные статьи баланса и операции, которые могут снизить инвестиционную привлекательность эмитента, аффилированные лица или иные контрагенты и связанные с ними обязательства)

-проверка соответствия требованиям публичного рынка - единство бизнеса, его информационная прозрачность, управляемость

Фондовая инвентаризация эмитента. «Due diligence»

Ведущий андеррайтер проводит фондовую инвентаризацию эмитента, задачами которой являются:

-установление правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг;

-выявление и помощь в устранении несоответствий в деятельности эмитента и его документов законодательства о рынке ценных бумаг и защите инвесторов, о хозяйственных обществах, антимонопольного законодательства, в том числе по вопросам регистрации предшествующих выпусков ценных бумаг, обязательного раскрытия информации, урегулирования конфликтов интересов, получения согласий на совершение сделок с акциями и другими активами, выполнения предписаний ФСФР и других органов государственной власти, а также по иным вопросам, решение которых является предварительным условием выпуска ценных бумаг;

-установление и устранение существующих препятствий для осуществления новых эмиссий ценных бумаг;

-соответствие нормам корпоративного управления (corporate governance) – например, Кодексу корпоративного поведения.

При этом, в частности, рассматриваются:

учредительные документы на предмет:

-соответствия требованиям законодательства;

-правильного отражения структуры уставного капитала (соответствие суммы, структуры уставного капитала и объема и структуры выпущенных акций по уставу, по зарегистрированным выпускам, по реестру акционеров);

-какова структура управления обществом по уставу, избраны ли и функционируют предусмотренные уставом органы управления, соответствует ли структура и состав органов управления требованиям законодательства;

-наличие ограничительных условий в учредительных документах, связанных с выпуском ценных бумаг;

приватизационные документы на предмет:

-завершена ли приватизация (наличие документов, свидетельствующих об исполнении плана приватизации);

-произошло ли дробление акций в результате их размещения согласно плану приватизации. Если есть дробление, то соответствует ли количество и номинал акций после дробления структуре уставного капитала, указанной в уставе;

предусматривался ли выпуск «золотой акции», каков ее текущий статус;

документы по эмиссиям ценных бумаг на предмет:

-наличия государственной регистрации выпусков и отчетов об итогах выпуска по всем эмиссиям, произведенным эмитентом (или проверки факта представления в регистрирующий орган отчетов об итогах выпуска для эмиссий, произведенных до 1996 года);

документы по раскрытию информации на предмет:

-представления ежеквартальных отчетов эмитента;

-раскрытия информации в форме сообщений о существенных фактах и событиях;

-предоставления в регулирующий орган отчета об аффилированных лицах эмитента;

документы по ведению реестра, на предмет:

-какова структура собственности (количество акционеров, владеющих 5 и более процентов акций, наличие государства и муниципальных органов в составе собственников);

-кто ведет реестр акционеров эмитента;

-каким образом оформлены договорные отношения с независимым регистратором (наличие договора, акта приемки-передачи документов реестра);

-есть ли у лица, ответственного за ведение реестра на предприятии аттестата ФСФР России;

-соответствует ли реестр акционеров требованиям законодательства, нормативных актов ФСФР России.

документы по взаимодействию с государственными органами, регулирующими финансовый рынок, на предмет:

-наличие неурегулированных требований и неисполненных предписаний, выданных государственными органами.

4.3.Подготовка концепции IPO

Разработка стратегии выхода предприятия на рынок ценных бумаг

- Определение целей эмитента;
- Выявление конфигурации бизнеса, который будут выводить на рынок;
- «Подготовка товара» (реорганизация, урегулирование отношений с государством и т.п.)
- Последовательность выхода на рынок (коммерческие бумаги- акции – IPO на внутреннем рынке – IPO на внешнем рынке)
- Механизм (временная последовательность и программа необходимых корпоративных действий)

Составление эмитентом проекта бизнес-плана и рассмотрение возможностей финансирования инвестиционного проекта (если средства IPO идут на инвестиционный проект)

-Разработка эмитентом / ведущим андеррайтером (по договору с эмитентом) проекта бизнес-плана под конкретный инвестиционный проект (описание предприятия и отрасли, финансово-экономический анализ деятельности предприятия, производственный план, анализ рынка и план маркетинга, организационный план, финансовый план, резюме инвестиционного проекта).

-Рассмотрение эмитентом возможности размещения акций (IPO) для привлечения финансирования инвестиционного проекта, его необходимость, предварительные параметры

Концепция IPO

-Ведущий андеррайтер составляет окончательный вариант бизнес-плана и конструирует IPO, оформляя полученные результаты в виде Концепции IPO, предоставляемой в качестве инвестиционного решения на утверждение эмитенту.

Процесс конструирования IPO



Концепция является *ключевым документом IPO*, в котором эмитент и профессиональный участник рынка ценных бумаг, выводящий акции на рынок, согласовывают *базовые параметры выпуска* в качестве управленческого решения эмитента.

Согласованная с эмитентом Концепция *IPO* – это, по существу, его документальное согласие на то, что ему необходим именно тот финансовый продукт в форме акций,

который задан в Концепции, именно с тем набором свойств и параметров, которые определены в этом документе.

На практике Концепция *IPO* может иметь иные названия, нежели «концепция» в зависимости от «вкусовых ощущений» сторон, участвующих в выпуске акций, - «техно-экономическое обоснование», «техническое задание на IPO», «основные параметры IPO» и т.п.

В *Концепции* конструируются и находят обоснование *основные параметры* выпуска:

- основная идея IPO, его цели, рыночная ниша, классы инвесторов, на которые он рассчитан;
- характеристики бизнеса, который выводится на рынок, требования к эмитенту;
- вид акций, их характеристики как финансового продукта;
- номинал акции, порядок индексации (если он предусмотрен);
- требования к эмитенту при подготовке к IPO,общая последовательность его действий;
- рынки, на которых будет размещен выпуск; порядок размещения (андеррайтеры, эмиссионный синдикат, если он создается);
- время выхода на рынок;
- общая схема взаимодействия с инфраструктурой, платежный агент, регистратор, депозитарий.
- информационное и маркетинговое обеспечение выпуска.

4.4. Техническая работа по организации IPO

Поиск инвесторов, финансового консультанта и переговоры с ними. Окончательное согласование со всеми заинтересованными сторонами параметров эмиссии

-Поиск ведущим андеррайтером возможных инвесторов, согласных приобрести размещаемые акции, переговоры с ними.

С этой целью ведущий андеррайтер осуществляет подготовку *инвестиционного меморандума* о готовящемся IPO и деятельности эмитента, а также иных форм предварительного (до регистрации выпуска) раскрытия информации.

Ведущий андеррайтер распространяет указанную информацию (инвестиционный меморандум, бизнес-план инвестиционного проекта, концепцию IPO в качестве краткого варианта меморандума, иную информацию, в том числе по запросу) среди потенциальных членов эмиссионного синдиката и возможных инвесторов.

При этом определяются объемные, ценовые и иные условия эмиссии акций и их размещения, являющиеся привлекательными для рынка.

-Подбор ведущим андеррайтером финансового консультанта, проведение переговоров с участием эмитента о распределении прав и обязанностей по эмиссии между эмитентом, ведущим андеррайтером и финансовым консультантом.

-Заключение договора эмитента с финансовым консультантом, основанном на предварительном распределении обязанностей по выпуску акций между ним и ведущим андеррайтером.

-После заключения андеррайтингового договора и принятия Концепции *IPO* готовятся *производные* от них *контракты* эмитента - с правовыми, аудиторскими и другими фирмами.

-Проводятся двусторонние встречи представителей эмитента и потенциальных членов эмиссионного синдиката и инвесторов (установление прямых контактов, получение непосредственной информации об эмитенте и о положении дел у него).

Контроль со стороны ведущего андеррайтера и эмитента легитимности предстоящей покупки акций потенциальными инвесторами, на предмет необходимости одобрения возможных крупных сделок и сделок с заинтересованностью.

Выбор расчетного депозитария

Выбор может зависеть от возможности обращения акций на бирже. Например, если предполагается размещение или последующее обращение акций на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), то таким депозитарием целесообразно назначить Национальный депозитарный центр (НДЦ), а если биржевой площадкой будет Российская торговая система (РТС), то – Депозитарно-клиринговую компанию (ДКК).

Эмитент *заключает договор* с депозитарием, принимающим на себя обязательство по централизованному хранению акций эмитента.

Окончательные переговоры с андеррайтером, платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем

-Окончательное согласование между эмитентом, ведущим андеррайтером и членами эмиссионного синдиката условий размещения исходя из прогноза состояния рынка (ликвидность, доходность, соотношение спроса и предложения корпоративных ценных бумаг, типичные параметры обращающихся выпусков, принятые рынком, сезонность торговой активности, влияние монетарных властей, воздействие параллельных

сегментов финансового рынка и других внешних факторов), а также исходя из инвестиционной привлекательности и уровня кредитного риска эмитента.

-Проведение эмитентом / ведущим андеррайтером переговоров с платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем по вопросам размещения акций (технология взаимодействия в момент размещения и по его завершении, соответствие проспекта акций и других документов, сопровождающих регистрацию акций, техническим решениям, принятым в торговых системах, депозитарии и т.п.).

Юридические и организационные процедуры, осуществляемая акционерным обществом во взаимодействии с андеррайтером и финансовым консультантом

-подготовка и утверждение решения о выпуске, проспекта и других документов, необходимых для государственной регистрации выпуска ценных бумаг;

-разработка образца сертификата акции;

-подтверждение полноты и достоверности сведений - подписание проспекта финансовым консультантом (по выбору эмитента);

-раскрытие информации о существенном факте – утверждении решения о выпуске и проспекта;

-государственная регистрация выпусков ценных бумаг;

-раскрытие информации о государственной регистрации

Работа с потенциальными инвесторами

Продолжение поиска ведущим андеррайтером и членами эмиссионного синдиката потенциальных инвесторов, согласных приобрести размещаемые акции, переговоры с ними.

С этой целью *продолжение маркетинговой компании* по продвижению акций на рынок. *Раскрытие* на постоянной основе всей имеющейся информации об IPO (проспект, инвестиционный меморандум, бизнес-план инвестиционного проекта, концепция IPO в качестве краткого варианта меморандума, иная информация, в том числе по запросу) среди потенциальных членов эмиссионного синдиката и возможных инвесторов. Подготовка пресс-релизов, статей, рекламных сообщений и баннеров для публикации в финансовой прессе и на специализированных сайтах в Интернет.

Открытие интернет-сайта или специализированной страницы на сайте эмитента в Интернет, посвященной IPO

Проведение интернет-конференций по вопросам перспектив размещения и анализа конструкции IPO, финансового состояния эмитента, риска, лежащего на нем (специализированные финансовые сайты в Интернет).

Организация андеррайтером **встреч** высшего управленческого персонала предприятия с инвесторами (**road-show**), как двусторонних, так и публичных презентаций IPO совместно с организатором торговли и членами эмиссионного синдиката.

Постоянная публикация информационных сообщений об основных событиях, происходящих в период подготовки к размещению акций.

Продолжение работы с потенциальными членами эмиссионного синдиката, заключения с ними предварительных договоров по размещению акций.

Подготовка и использование инвестиционного меморандума

Инвестиционный меморандум (или информационный меморандум) является аналитическим материалом, предназначенным для потенциальных инвесторов и дополняющим проспект ценных бумаг, содержащим углубленную аналитическую характеристику выпуска ценных бумаг и его параметров, деятельности эмитента и его финансового положения, рисков, связанных с его акциями.

Требование составления инвестиционного меморандума не содержится ни в одном из нормативных актов. Вместе с тем его подготовка является обычаем делового оборота, полностью соответствующим международной практике.

В отличие от проспекта ценных бумаг инвестиционный меморандум, будучи предназначенным для потенциальных инвесторов, не содержит первичной информации, полностью сосредотачиваясь на анализе рисков эмитента и обосновании параметров эмиссии.

Содержание инвестиционного меморандума. Меморандум содержит, по меньшей мере:

-основные параметры и **аналитическую характеристику** выпуска ценных бумаг, включая обоснование количественных и ценовых параметров выпуска; анализ его обеспечения (залог, гарантии, поручительства и т.п.); **указание** на особенности и ограничения в размещении и организации обращения ценных бумаг, если они существуют и вызывают дополнительные риски; **характеристику** планируемого эмитентом целевого использования средств, привлеченных на основе размещения выпуска ценных бумаг (если это возможно и раскрывается эмитентом), основных параметров и рисков инвестиционных проектов, в которые будут вложены привлеченные средства;

-**анализ** экономического и финансового состояния эмитента в текущем году, его динамики за три истекших года, включая **раскрытие** структуры собственности, степени зависимости и аффилированности с другими лицами, урегулированности конфликтов интересов и соблюдения норм корпоративного поведения; урегулированности отношений с государством и возможные конфликты в этой области (просроченная задолженность по платежам в бюджет, претензии по налоговым нарушениям, наложенные или ожидаемые санкции, штрафы, пени, судебные иски со стороны государства и его органов, негативные результаты проверок Счетной палаты РФ, наличие депутатских запросов по нарушениям в деятельности эмитента и др.); аналитическую **характеристику** бухгалтерского баланса, отчетности о финансовых результатах, показателей и нормативов, характеризующих эффективность хозяйственной деятельности; кредитную историю эмитента; **анализ** потенциала эмитента в среднесрочной перспективе (прогнозируемая динамика продаж, прибыли, финансового положения, предполагаемое изменение конкурентоспособности, положения на рынке, важнейшие новые продуктовые линии, заказы, ключевые инвестиционные проекты, ожидаемые усилия в области модернизации производства и системы управления, принятая политика развития и ее финансовые аспекты, прогнозируемые риски);

-**факторный анализ** рисков, относящихся к выпуску ценных бумаг и эмитенту, включая кредитный риск, риск ликвидности, рыночный риск; **аналитическое раскрытие** информации о рейтингах, присвоенных эмитенту и его выпускам ценных бумаг;

-**другую информацию** по усмотрению эмитента, андеррайтера и / или со-андеррайтера выпуска ценных бумаг, раскрывающую особенности эмитента, выпуска ценных бумаг и присущие им риски.

Структура информационного меморандума обычно включает такие разделы, как:

- основные параметры выпуска акций;
- аналитическая характеристика деятельности эмитента;
- финансовый анализ деятельности эмитента;
- факторы риска, связанные с приобретением акций эмитента;
- приложения, содержащие аналитическую информацию (с более высокой степенью аналитической обработки в сравнении с проспектом ценных бумаг).

Размещение акций

Размещение акций начинается после государственной регистрации их выпуска.

Типовая организация IPO через фондовую биржу см. ниже.

Заключение договоров с инвесторами

Происходит отчуждение акций их первым владельцам на основании договоров купли-продажи в соответствии с порядком заключения таких договоров, предусмотренном в Решении о выпуске.

Исполнение договоров купли-продажи

Инвесторы обязаны оплатить акции, эмитент или андеррайтер обязаны передать акции в собственность инвесторам.

Происходит списание регистратором акций с эмиссионного счета эмитента и зачисление их на лицевые счета инвесторов.

Юридические и организационные процедуры, осуществляемая акционерным обществом во взаимодействии с андеррайтером и финансовым консультантом

-*составление отчета* об итогах выпуска;

-*утверждение отчета* органами акционерного общества

В случае, если проспект акций был подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, отчет об итогах выпуска также должен быть подписан финансовым консультантом;

-государственная регистрация отчета об итогах выпуска;

-раскрытие информации, содержащейся в отчете

Организация допуска к обращению или листинга акций на фондовой бирже

Эмитент подает заявление на допуск к обращению или на включение акций в котировальный лист в соответствующий орган фондовой биржи (котировальный комитет или иной орган, ответственный за листинг).

После проведения экспертизы по вопросу об удовлетворении эмитента требованиям биржи орган, ответственный за листинг, принимает решение о допуске к обращению или о включении в котировальный лист акций эмитента.

5. Взаимодействие эмитента с профессиональными участниками рынка ценных бумаг

5.1. Андеррайтеры и организаторы выпуска

Инвестиционный банк как посредник между эмитентом и рынком

Ни один выпуск не обходится без привлечения банка, способного организовать процесс подготовки, размещения и дальнейшего сопровождения займа. Инвестиционный банк призван помочь заемщику реализовать проект привлечения долгового финансирования на высокопрофессиональном уровне. Услуги по финансовому консультированию, организации займа, андеррайтингу, поддержанию котировок вторичного рынка – это краткий перечень того, что может предложить инвестиционный банк потенциальному заемщику. При этом вся работа проводится банком в тесном контакте с заемщиком, с учетом интересов и потребностей последнего.

В международной практике *инвестиционный банк – это универсальный коммерческий банк или полносервисная брокерско – дилерская компания, предоставляющие услуги на фондовом рынке в области организации и гарантирования размещения ценных бумаг, брокерских операций, инвестиционного консультирования, доверительного управления, корпоративного финансирования, сделок по реорганизации бизнеса.*

Как и любые финансовые институты, инвестиционные банки осуществляют *перераспределение денежных ресурсов* от тех экономических агентов, которые имеют их в избытке, к тем, которые нуждаются в них для инвестиций в производство и поддержания текущего хозяйственного оборота.

В отличие от традиционного коммерческого банка, основными финансовыми инструментами которого являются кредиты и депозиты, в отличие от страховой компании и пенсионного фонда, базой оборота которых являются страховые и пенсионные полисы, в основе операций инвестиционных банков лежат ценные бумаги.

Функции инвестиционного банка как финансового посредника в процессе выпуска и размещения ценных бумаг:

-организация первичного рынка ценных бумаг, «проведение ценной бумаги через рынок», к которому у эмитента нет непосредственного доступа, установление справедливой цены на фондовые ценности;

-прямое перераспределение денежных ресурсов от первичных инвесторов в ценные бумаги к эмитентам;

-обеспечение ликвидности первичного рынка, послерыночная поддержка ценных бумаг эмитента;

-перераспределение финансовых рисков (от эмитента к инвесторам). При размещении ценных бумаг передаются не только денежные ресурсы, но и продаются и покупаются риски эмитента, связанные с инвестированием средств, привлеченных на основе выпуска акций;

-перераспределение информации (оценка и анализ эмитента и рисков, связанных с его ценными бумагами, и предоставление этой информации широкому кругу потенциальных инвесторов).

Минимальный набор лицензий для обслуживания выпуска и размещения акций.

В данном качестве может выступать только ***профессиональный участник рынка ценных бумаг***, осуществляющий ***брокерскую и дилерскую*** деятельность, ***либо только брокерскую деятельность***.

Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре.

Брокеры предоставляют услуги по организации сделок с ценными бумагами, в том числе при первичном размещении. Брокер является посредником в сделке купли-продажи акций при их первичном размещении, представляя интересы предприятия-эмитента. Исполняя поручение эмитента на продажу акций, брокер вступает в контакт с другими брокерами, которые представляют интересы инвесторов.

После первичного размещения акций эмитенту требуется обеспечить их ликвидность, поскольку сам рынок обычно не в состоянии осуществлять достаточно большое количество сделок с вновь появившимися ценными бумагами. Поэтому эмитенту для обеспечения ликвидности акций необходимо выбрать дилера и заключить с ним договор.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам. Как правило, дилер выставляет двухстороннюю котировку на ценную бумагу, предлагая купить или продать ценную бумагу любому лицу по заранее установленной цене.

Если дилер обязуется постоянно выставлять котировки на покупку и продажу акции, то он будет являться маркет-мейкером по данной акции. Наличие маркет-мейкера повышает ликвидность акций и доверие к ним инвесторов.

Вместе с тем ниже будет показано, что *отдельные виды услуг* по организации выпуска акций могут осуществляться юридическими и физическими *лицами, не являющимися профессиональными участниками* рынка ценных бумаг.

Выбор эмитентом инвестиционного банка. В связи с изложенным успех выпуска акций во многом зависит от того, насколько правильно эмитент выберет инвестиционный банк в качестве «проводника» на рынке корпоративных эмиссий. Обычные *критерии выбора*:

- профессиональная репутация инвестиционного банка; отзывы других клиентов;
- прошлый опыт удачного обслуживания корпоративных эмиссий;
- способность к финансовой поддержке размещаемого выпуска акций (выкуп части эмиссии, гарантирование выкупа и т.п.);
- операционная способность в размещении акций, наличие клиентской базы, способной выкупать займы на первичном рынке; перечень услуг, возможность покрыть все работы, необходимые для выпуска акций;
- цена услуг, ее сопоставимость со среднерыночной, конкурентоспособность в сравнении с ценовыми заявками других инвестиционных банков.

Выбор инвестиционным банком эмитента. Обычно инвестиционный банк отбирает в потоке заявок эмитентов на выпуск ценных бумаг те потенциальные эмиссии, которые соответствуют установленным им критериям. К ним обычно относятся:

- размер эмиссии. Чем крупнее инвестиционный банк, тем выше требования, предъявляемые им к минимальному объему эмиссии, который он берется вывести на рынок (исходя из соотношения затрат и результатов на проект IPO);
- наличие потенциального спроса на акции эмитента, приемлемое прогнозируемое соотношение риска, доходности и ликвидности по ним;
- степень подготовленности бизнеса, систем раскрытия информации к выпуску акций, однозначность решений эмитента (собственников, исполнительных органов), относящихся к инициации выпуска своих акций.

Этика инвестиционного банковского дела. Обслуживая выпуск акций, инвестиционный банк имеет доступ к самой чувствительной информации об эмитенте,

способен предполагать его будущие конкурентные позиции на рынке, динамику экономического и финансового положения, изменение курсов ценных бумаг и т.п. Это – так называемая служебная (инсайдерская) информация, конфиденциальная по своей природе, еще не раскрытая другими инвесторам на рынке.

В этой связи необходимо иметь в виду, что при осуществлении андеррайтинга и оказании других услуг по размещению ценных бумаг, **важнейшими требованиями** к инвестиционному банку и его сотрудникам являются следующие:

-интересы клиента должны иметь **приоритет** над **собственными интересами** андеррайтеров и других профессиональных участников, принимающих участие в подготовке выпуска и размещении ценных бумаг;

-инвестиционный банк **не вправе манипулировать** ценами на фондовом рынке и понуждать к покупке или продаже акций путем предоставления умышленно искаженной информации о них, об эмитентах, о ценах на акции, включая информацию, представленную в рекламе. Соответственно, подготовка выпуска и размещение акций не должны содержать действия, являющиеся манипулированием ценами на ранее размещенные ценные бумаги данного эмитента, обращающиеся на фондовой бирже или на внебиржевом рынке (т.е. на акции, акции, векселя, фьючерсы и опционы, базисом которых являются ценные бумаги данного эмитента). Такие манипулятивные действия оказывали бы прямое влияние на ценовые и объемные условия размещения акций. Например, искусственное поддержание ликвидности более ранних выпусков акций данного эмитента, уже обращающихся на бирже, и их скупка с целью снижения текущей доходности непосредственно воздействовали бы на величину спроса на новый выпуск акций, существенно улучшали бы его ценовые и объемные параметры в период первичного размещения;

-инвестиционный банк и его сотрудники **не имеют права использовать служебную информацию**, полученную при подготовке выпуска и размещения акций, для заключения сделок, а также передавать служебную информацию для совершения сделок третьим лицам.

Соответствие действий инвестиционного банка законодательству РФ и профессиональным стандартам. Хотя специальных нормативных актов, которые бы регламентировали организацию выпуска ценных бумаг и андеррайтинг, в России пока не существует (апрель 2004 г.), все действия инвестиционных банков в этой области могут быть сведены к брокерским и дилерским операциям, к консультационной деятельности по

поводу совершения сделок с ценными бумагами (более подробно это будет показано ниже).

Как следствие, андеррайтинг и другие услуги по размещению ценных бумаг должны выполняться с соблюдением правил, стандартов и рекомендаций, утвержденных ФСФР, Банком России, другими правомочными органами государственной власти по надлежащему осуществлению брокерской и дилерской деятельности, по предупреждению конфликтов интересов и разрешению их в пользу клиентов, по предотвращению манипулирования ценами и использования служебной информации.

В начале 2004 г. саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация» разработала первый в России проект профессионального стандарта в области организации выпуска и андеррайтинга ценных бумаг (январь – апрель 2004 г.). Указанный стандарт также может быть источником правил и требований к деятельности инвестиционных банков и их сотрудников по организации выпуска и андеррайтингу акций.

Классификация услуг инвестиционных банков, связанных с IPO

Профессиональный участник, осуществляющий *брокерскую и дилерскую* деятельность, *либо только брокерскую деятельность*, может предоставлять следующие *услуги по подготовке размещения и размещению* акций:

-услуги *финансового консультанта* на рынке ценных бумаг по подготовке проспекта ценных бумаг в порядке и с учетом ограничений, установленных законодательством РФ, нормативными актами федеральных органов государственной власти (ниже не рассматриваются);

Справочно: Основная функция финансового консультанта в границах, установленных законом «О рынке ценных бумаг», - оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг; удостоверение соответствия информации, раскрываемой эмитентом в процессе эмиссии ценных бумаг, требованиям российского законодательства; в частности, с этой целью подписание проспекта ценных бумаг;

-услуги *по организации выпуска* ценных бумаг;

-услуги *по андеррайтингу* выпуска ценных бумаг.

Услуги по организации выпуска ценных бумаг. Организатор и со-организатор выпуска

Виды услуг

К услугам по **организации выпуска ценных бумаг** относятся виды деятельности, не связанные с гарантированием или осуществлением сделок с размещаемыми акциями.

Эти услуги носят организационный, консультационный и информационный характер, включая в себя:

-анализ правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг, консультирование эмитента по вопросам, связанным с устранением нарушений законодательства о рынке ценных бумаг и защите инвесторов, о хозяйственных обществах, антимонопольного законодательства, в том числе по вопросам регистрации предшествующих выпусков ценных бумаг, обязательного раскрытия информации, урегулирования конфликтов интересов, получения согласий на совершение сделок с акциями и другими активами, выполнения предписаний ФСФР и других органов государственной власти, а также по иным вопросам, решение которых является предварительным условием выпуска ценных бумаг (**фондовая инвентаризация, «due diligence»**);

-оценочная деятельность в порядке и с учетом ограничений, установленных законодательством РФ, нормативными актами федеральных органов государственной власти. При выпуске акций и подготовке сделок с ними на первичном рынке часто возникают задачи по оценке активов, прежде всего ценных бумаг, связанные с необходимостью (по законодательству) такой оценки при принятии решений акционерными обществами – эмитентами и инвесторами в акции;

-разработка параметров и условий выпуска ценных бумаг с учетом целей эмитента, его финансово – экономического состояния и рисков и конъюнктуры рынка ценных бумаг; **инвестиционное проектирование, разработка** бизнес-планов, **консультирование** по проблемам реорганизации и реструктурирования бизнеса, управления акционерным капиталом, корпоративного поведения, экономической и финансовой политики эмитента во взаимосвязи с определением параметров и условий выпуска ценных бумаг; **подготовка** совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью;

-обеспечение бланками ценных бумаг (для документарных ценных бумаг, имеющих физически существующие сертификаты), разработка структуры глобального сертификата (для документарных ценных бумаг с централизованным хранением);

-консультирование эмитента по вопросам организации деятельности его органов управления при принятии решения о выпуске ценных бумаг, при размещении ценных

бумаг и раскрытии информации (подготовка и размещение выпуска акций связана с множественным принятием решений органами управления эмитента);

-подготовка документов для получения эмитентом в федеральных органах государственной власти, в органах государственной власти субъектов РФ, органах местного самоуправления и Банке России согласований, согласий и разрешений, а также для направления им уведомлений в случаях, установленных законодательством в отношении совершения сделок по распоряжению активами хозяйственных обществ с участием государства в капиталах и в других случаях, определенных установленным порядком регистрации выпусков ценных бумаг;

-представление документов в регистрирующий орган, получение из регистрирующего органа документов, свидетельствующих о государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска ценных бумаг;

-подготовка документов и сопровождение принятия решений, связанных с получением различного рода льгот и компенсаций от государства при выпуске акций (например, бюджетной компенсации части процентных выплат по акциям, как это предусмотрено в ряде регионов России);

-организация раскрытия информации на всех этапах осуществления выпуска ценных бумаг согласно требованиям законодательства;

-подготовка инвестиционного меморандума о выпуске ценных бумаг для распространения среди потенциальных инвесторов; **анализ** параметров и условий выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;

-выявление потенциальных инвесторов и представление им выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;

-организация публичных презентаций выпуска ценных бумаг («роад-шоу»), встреч представителей эмитента и потенциальных инвесторов и осуществление иных форм раскрытия информации о выпуске ценных бумаг, не относящихся к обязательным в соответствии с законодательством РФ;

-организация взаимодействия эмитента с фондовыми биржами и / или иными организаторами торговли на рынке ценных бумаг по подготовке размещения ценных бумаг, подготовка, согласование и представление необходимых документов для осуществления допуска ценных бумаг к размещению на торгах фондовых бирж и / или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг;

-проведение работы по выявлению потенциальных поручителя, гаранта, платежного агента, депозитария, регистратора и других сторон, участвующих в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг;

-при подготовке и при осуществлении выпуска ценных бумаг **организация взаимодействия эмитента** с поручителем, депозитарием, платежным агентом, регистратором и другими сторонами, участвующими в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг, подготовка, согласование и представление необходимых документов для осуществления взаимодействия между ними;

-**иные организационные, консультационные и информационные услуги** по подготовке размещения и размещению ценных бумаг, не являющиеся услугами финансового консультанта и услугами по андеррайтингу.

Организатор и со-организатор

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

Порядок признания статуса организатора / со-организатора. Признание профессионального участника рынка ценных бумаг в качестве организатора или со-организатора по конкретному выпуску ценных бумаг осуществляется эмитентом и / или ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката) по данному выпуску.

Услуги по андеррайтингу выпуска акций. **Андеррайтер. Формы андеррайтинга**

Понятие андеррайтинга

Андеррайтингом выпуска акций признается **деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг:**

-**по совершению сделок** по размещению акций **от имени и за счет их эмитента** или **от своего имени и за счет эмитента.** Именно в этом качестве андеррайтер продает

акции с эмиссионного счета при их первичном размещении, совершая сделки в интересах эмитента с первыми инвесторами;

-по принятию и исполнению обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемого выпуска акций (в пределах, установленных законодательством). Например, если акции размещаются во внебиржевом обороте, то инвестиционный банк может принять прямое обязательство по выкупу их на определенных условиях (цена, объем, сроки, условия выкупа, при которых он совершается);

-по выставлению на биржевом аукционе (конкурсе, торгах) *заявок от своего имени и за свой счет* на покупку размещаемых акций на согласованных с эмитентом условиях (в том числе по количеству и цене приобретаемых акций, месту (организатору торговли) и времени выставления заявок, их адресному или безадресному характеру, иным параметрам заявок). Например, если акции размещаются на бирже, то прямое обязательство со стороны инвестиционного банка по их выкупу невозможно, т.к. заявки на покупку всегда участвуют в биржевом аукционе и заранее неизвестно, какая из этих заявок будет признана лучшей и, соответственно, удовлетворена. Поэтому то обязательство, которое реально способен принять на себя инвестиционный банк, сводится исключительно к выставлению заявки на покупку акций на определенных условиях.

Формами андеррайтинга являются:

-андеррайтинг на базе лучших усилий;

-андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств.

Понятие андеррайтера

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг осуществляется профессиональными участниками, имеющими лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности.

Соответственно, *андеррайтер на рынке ценных бумаг* – профессиональный участник (*инвестиционный банк*), осуществляющий андеррайтинг выпуска ценных бумаг и имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности.

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе лучших усилий

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе лучших усилий - деятельность по совершению гражданско–правовых сделок по размещению акций профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента, которая *не сопровождается* принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств:

-**по выкупу** на свое имя и за свой счет размещаемого выпуска ценных бумаг;

-**по выставлению** от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых ценных бумаг на согласованных с эмитентом условиях.

Экономическая характеристика. В этом случае андеррайтинг сводится по существу к **брокерским отношениям**. По условиям соглашения с эмитентом **андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии**. Тем самым финансовые риски, связанные с неразмещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Часть эмиссии остается нераспроданной. Обязательством андеррайтера является приложить все максимальные, лучшие усилия для размещения ценных бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет.

Соответственно, профессиональный участник, осуществляя андеррайтинг на базе лучших усилий в пользу эмитента, принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска ценных бумаг по наилучшим ценам и в наиболее короткие сроки, исходя из использования всех своих возможностей по ведению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и раскрытию информации о выпуске ценных бумаг, обеспечивая обращение к возможно большему числу потенциальных инвесторов, предупреждая конфликты интересов, способные негативно влиять на размещение ценных бумаг эмитента, и обеспечивая их полное и своевременное урегулирование.

Наиболее распространенные ситуации, когда возникает андеррайтинг на лучших условиях:

-инвестиционный банк не обладает достаточной финансовой способностью для того, чтобы вкладывать средства от своего имени и за свой счет в акции, организатором выпуска и андеррайтером которых он является;

-риски эмитента акций слишком велики и выходят за рамки допустимой величины рисков, принятой во внутренней политике инвестиционного банка – андеррайтера для оценки возможности вложения в активы средств от своего имени и за свой счет.

**Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе твердых
(фиксированных) обязательств**

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе твердых (фиксированных) обязательств - деятельность по совершению гражданско-правовых сделок по размещению акций профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента или от своего имени и за счет эмитента, которая *сопровождается* принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств:

- **по выкупу на свое имя** и за свой счет размещаемого выпуска акций (в пределах, установленных законодательством);

- **по выставлению** от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых акций (в пределах, установленных законодательством) на согласованных с эмитентом условиях (в том числе по количеству и цене приобретаемых ценных бумаг, месту (организатору торговли) и времени выставления заявок, их адресному или безадресному характеру, иным параметрам заявок).

Экономическая характеристика. По условиям соглашения с эмитентом **андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам.** В первом случае, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, то андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения акций. Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер способен понести огромные курсовые потери.

Таким образом, профессиональный участник (андеррайтер), осуществляя андеррайтинг на базе твердых (фиксированных) обязательств, принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска акций по наилучшим ценам и в наиболее короткие сроки.

Наряду с этим профессиональный участник (андеррайтер) обязывается осуществить выкуп на свое имя и за свой счет размещаемых акций либо – в случае биржевого аукциона, публичного конкурса и т.п. - выставить заявки на их покупку (в пределах, установленных законодательством) на одном из следующих условий:

- выкуп установленной процентной доли выпуска ценных бумаг (от количества ценных бумаг в выпуске, от объема выпуска ценных бумаг в денежном выражении);

-выкуп части выпуска ценных бумаг, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении;

-выкуп всего объема выпуска ценных бумаг (закрытая подписка);

-выкуп ценных бумаг, не размещенных в срок, установленный по договору между эмитентом и профессиональным участником (андеррайтером), с учетом ограничений и порядка указанного выкупа, определенного законодательством РФ и соответствующими решениями и подзаконными актами ФСФР, Банка России и других финансовых регуляторов; в том числе выкуп всего количества ценных бумаг, не размещенных в срок; выкуп в установленной процентной доле от количества ценных бумаг, не размещенных в срок; выкуп части выпуска, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении.

Конкурентный андеррайтинг. При этом виде андеррайтинга подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут *несколько андеррайтеров* (банков, брокерско-дилерских компаний), каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. (естественно, скрытно от другого). Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Например, если андеррайтер А при прочих равных предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 1000 рублей, а андеррайтер Б - по 950 . рублей, то естественно, эмитент (обычно известное, находящееся в хорошем финансовом положении предприятие) предпочтет андеррайтера А.

5.2. Технология первичного размещения акций

Эмиссионный синдикат: понятие, статус и функции членов

Экономическая характеристика эмиссионного синдиката. В случае большого объема эмиссии финансового и операционного потенциала одного инвестиционного банка недостаточно для успешного осуществления выпуска акций, для полного покрытия спросом заявленного объема эмиссии. Поэтому андеррайтеры объединяются в синдикат. Синдикат - группа андеррайтеров, совместно, на договорных началах, на принципах разделения прибылей осуществляющих андеррайтинг – организацию, размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг. Эмиссионный синдикат - не является юридическим лицом, это временное объединение инвестиционных банков (брокерско-дилерских компаний, коммерческих банков) для выполнения одной задачи, для принятия совместных обязательств в отношении конкретного выпуска ценных бумаг). Обычно

существует от 1-3 до 6-8 месяцев, при этом члены синдиката, сотрудничая в отношении одной ценной бумаги, могут конкурировать на других участках рынка.

Определение эмиссионного синдиката. Эмиссионный синдикат для размещения выпуска ценных бумаг – временное объединение профессиональных участников (андеррайтеров, брокеров) для определения размеров (процентных долей и / или абсолютных сумм) и условий участия каждого из участников синдиката в размещении выпуска ценных бумаг; для согласованного, в интересах эмитента осуществления прав и обязанностей, вытекающих из участия в эмиссионном синдикате.

Эмиссионный синдикат создается на время подготовки и размещения выпуска акций.

Члены эмиссионного синдиката, их статус и функции

Член эмиссионного синдиката, созданного для размещения акций, – андеррайтер или иной профессиональный участник (брокер), обладающий правами и обязанностями в отношении эмитента и / или других членов эмиссионного синдиката по размещению выпуска ценных бумаг.

В ***состав членов*** эмиссионного синдиката входят:

- ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката);
- со-ведущие андеррайтеры (со-менеджеры эмиссионного синдиката);
- со-андеррайтеры;
- брокеры.

Ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката) – андеррайтер, член эмиссионного синдиката, организующий взаимодействие эмитента, потенциальных инвесторов, членов синдиката, организатора торговли, депозитария, регистратора и других профессиональных участников в отношении размещения выпуска ценных бумаг. В обязанности ведущего андеррайтера (относительно других членов эмиссионного синдиката) входит деятельность по совершению гражданско–правовых сделок по размещению ценных бумаг профессиональным участником от имени и за счет эмитента ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента.

Принимает на себя более объемные, в сравнении с другими членами эмиссионного синдиката, обязательства по размещению (в порядке андеррайтинга) ценных бумаг или иных финансовых инструментов эмитента.

Соответствует известному в международной практике статусу *ведущего книги заявок* (бук-раннера), *управляющего андеррайтера* синдиката.

Со-ведущий андеррайтер (со-менеджер эмиссионного синдиката) – андеррайтер, член эмиссионного синдиката, которому ведущим андеррайтером передана значимая часть функций по организации взаимодействия эмитента, потенциальных инвесторов, членов синдиката, организатора торговли, депозитария, регистратора и других профессиональных участников в отношении размещения выпуска ценных бумаг. Принимает на себя значимую, но меньшую в сравнении с ведущим андеррайтером (большую в сравнении с рядовыми андеррайтерами) часть обязательств по размещению (в порядке андеррайтинга) ценных бумаг или иных финансовых инструментов эмитента.

Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката, не являющийся ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката) и со-ведущим андеррайтером (со-менеджером эмиссионного синдиката).

Брокер – член эмиссионного синдиката – профессиональный участник, принимающий на себя обязанности по размещению ценных бумаг на базе лучших усилий от имени и за счет инвестора или от своего имени и за счет инвестора.

В соответствии с данными выше определениями *члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры* (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют *либо от имени эмитента и за счет эмитента, либо от своего имени и за его счет, либо от своего имени и за свой счет.*

Члены эмиссионного синдиката – *брокеры* действуют *либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора.*

Организатор и со-организатор выпуска акций и эмиссионный синдикат

Организатор и со-организатор выпуска акций, если они выступают только в этом качестве, не являются членами эмиссионного синдиката.

Совмещение статусов участников выпуска и размещения акций

Участники размещения ценных бумаг – члены эмиссионного синдиката могут совмещать следующие статусы – см. *таблицу 5.1.*

Таблица 5.1

**Варианты совмещения статусов участниками размещения
ценных бумаг**

	Ведущий андеррайтер	Со-ведущий андеррайтер	Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката	Брокер – член эмиссионного синдиката	Организатор выпуска	Со-организатор выпуска
Ведущий андеррайтер		нет	нет	нет	да	нет
Со-ведущий андеррайтер	нет		нет	нет	да	да
Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката	нет	нет		нет	да	да
Брокер – член эмиссионного синдиката	нет	нет	нет		да	да
Организатор выпуска	да	да	да	да		нет
Со-организатор выпуска	нет	да	да	да	нет	

Примечание: Члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют либо от имени эмитента и за его счет, либо от своего имени и за счет эмитента, либо от своего имени и за свой счет.

Члены эмиссионного синдиката – брокеры действуют либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора

**Взаимодействие организатора / ведущего андеррайтера с
финансовым консультантом**

При проектировании IPO нет роли более важной, чем роль организатора / ведущего андеррайтера. Организатор / ведущий андеррайтер облигационного займа принимает на себя весь поток необходимых согласований и договоренностей, избирает единственный путь среди вариантов и проектов, связывает в единый механизм всех участников проекта IPO. И то, как будет функционировать этот механизм, зависит в значительной степени от организатора / ведущего андеррайтера.

Инвестиционный банк, будучи профессиональным участником рынка ценных бумаг и имея необходимые лицензии ФСФР, может выполнять сразу три функции по работе с проектом IPO – организатора, ведущего андеррайтера и платежного агента.

Такое сочетание является оптимальным с точки зрения эффективности взаимодействия с другими участниками фондового рынка.

Тогда как финансовый консультант осуществляет разработку проспекта акций и решения о выпуске, организатор / ведущий андеррайтер сосредотачивает свое внимание на работе с потенциальными андеррайтерами займа и инфраструктурными организациями – биржами, расчетными депозитариями.

При этом предполагается, что и организатор / ведущий андеррайтер, и финансовый консультант работают в тесном контакте с эмитентом, согласуя с ним все принимаемые решения.

Об очередности выбора эмитентом организатора или финансового консультанта есть различные мнения. Есть практика, когда по предложению уже выбранного финансового консультанта назначается организатор / ведущий андеррайтер.

Многочисленны и обратные случаи. Но главное – чтобы между всеми тремя было полное взаимопонимание.

Здесь хочется подчеркнуть важную особенность – финансовый консультант работает в плоскости экономико-юридических вопросов, организатор / ведущий андеррайтер – технологических и финансовых. Деятельность финансового консультанта направлена на решение, образно говоря, вопросов теории, деятельность организатора / ведущего андеррайтера – практическим аспектам работы с займом.

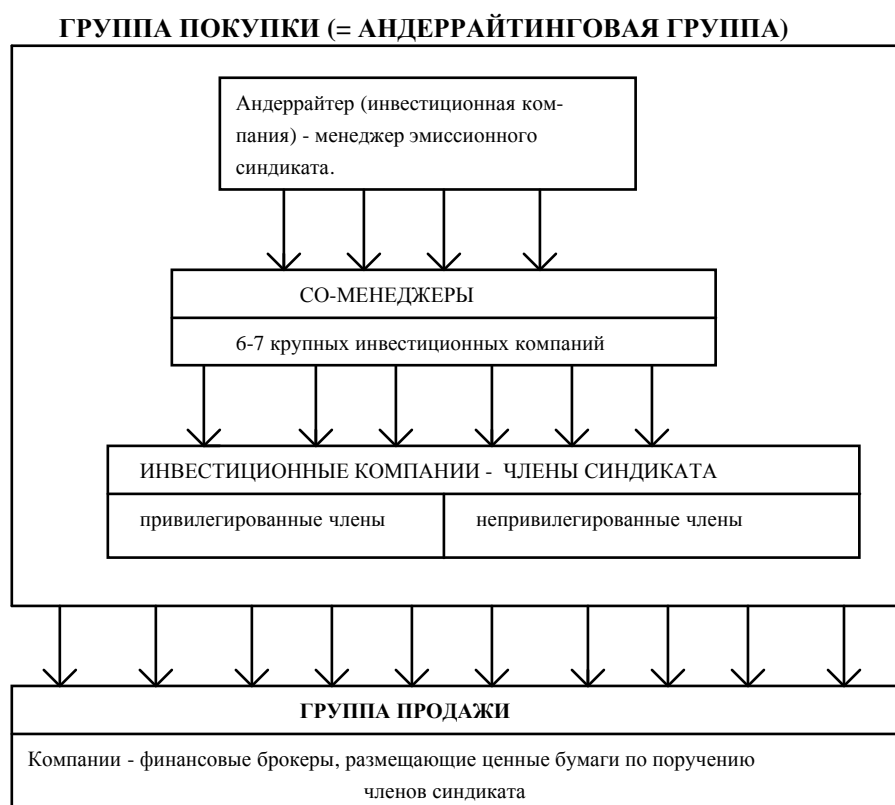
Структура эмиссионных синдикатов и ценообразование в них

На *западных рынках*, в отношении крупных выпусков ценных бумаг формируются эмиссионные синдикаты, содержащие до 200 - 250 членов - инвестиционных банков.

Структура эмиссионного синдиката (основа – международная практика фондового рынка) приведена на следующей схеме (см. *схему 5.1*).

Схема 5.1

Структура эмиссионного синдиката



Комментарий к схеме. Эмиссионный синдикат, группа покупки, андеррайтинговая группа - равнозначные понятия. Группа покупки названа так потому, что компании - ее члены (т.е. члены синдиката) принимают на себя обязательства /

гарантии по выкупу всего выпуска ценных бумаг или его части (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе жестки фиксированных обязательств).

Группа продажи названа так потому, что компании - ее члены работают как брокеры, принимающие поручения у членов синдиката на первичное размещение (продажу первичным инвесторам) данного выпуска ценных бумаг. В отличие от группы покупки, члены группы продажи не принимают на себя обязательства по выкупу эмитируемых ценных бумаг (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе лучших усилий).

В составе группы покупки (эмиссионного синдиката) андеррайтер-менеджер обычно выполняет следующие основные функции:

- формирование состава и координация работы синдиката;
- подготовка андеррайтингового договора (договор между эмитентом и членами синдиката на обслуживание первичного размещения ценных бумаг) и синдикационного договора (договор между членами синдиката по распределению обязанностей, обязательств и финансовых результатов при выполнении андеррайтингового договора);
- приобретение относительно большей части эмиссии, распределение оставшейся части эмиссии между членами синдиката;
- представительство эмиссионного синдиката в отношениях с эмитентом и другими внешними сторонами;
- стабилизация цен в период первичного размещения (покупка у первичных инвесторов ценны бумаг по курсам, соответствующим ценам первичного размещения или выше их, чтобы в указанный период нельзя было эти же бумаги купить дешевле на вторичном рынке);

Часть указанных функций инвестиционная компания-менеджер делегирует 6-7 компаниям - *со-менеджерам* (в крупном синдикате), каждая из которых, соответственно, *координирует работу 20-30 членов синдиката, а также принимает к выкупу значительные доли эмиссии.*

Менеджерами и со-менеджерами обычно бывают крупные инвестиционные банки, действующие в национальном масштабе.

В качестве *рядовых членов синдиката* обычно выступают средние и мелкие инвестиционные компании, действующие в межрегиональном и региональном масштабе.

Привилегированные члены отличаются от *непривилегированных* масштабом взятых на

себя обязательств и, следовательно, ценовой скидки, которую они получают при выкупе ценных бумаг у эмитента.

**Варианты организации эмиссионных синдикатов
в российской практике**

В зависимости от целей эмитента, выбранной модели IPO, его объема, операционной и финансовой способности инвестиционного банка, являющегося основным партнером эмитента по облигационному займу, эмиссионный синдикат может быть создан в качестве:

- двухуровневого (*схема 5.2*);
- трехуровневого (*схема 5.3*);
- четырёхуровневого (*схема 5.4*).

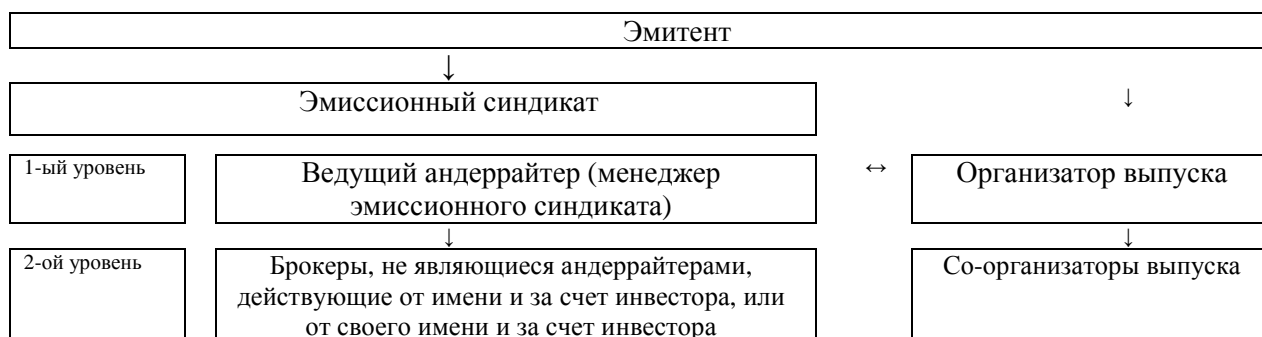
Чем больше уровней в эмиссионном синдикате, тем более значительный объем выпуска акций он способен принять на себя, тем больше число финансовых институтов, участвующих в организации и размещении эмиссии.

Распределение функций при размещении акций на первичном рынке. При осуществлении размещения акций через эмиссионный синдикат ведущий андеррайтер выступает в интересах и по поручению эмитента в качестве продавца ценных бумаг, а также может покупать размещаемые акции за собственный счет или в интересах и за счет инвесторов.

Другие андеррайтеры – члены эмиссионного синдиката выступают исключительно покупателями акций за собственный счет либо в интересах и за счет инвесторов.

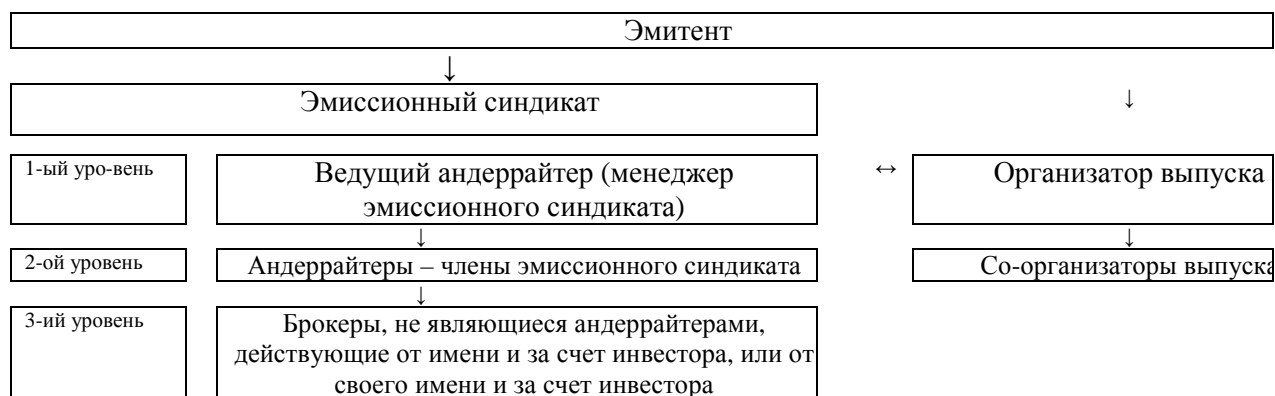
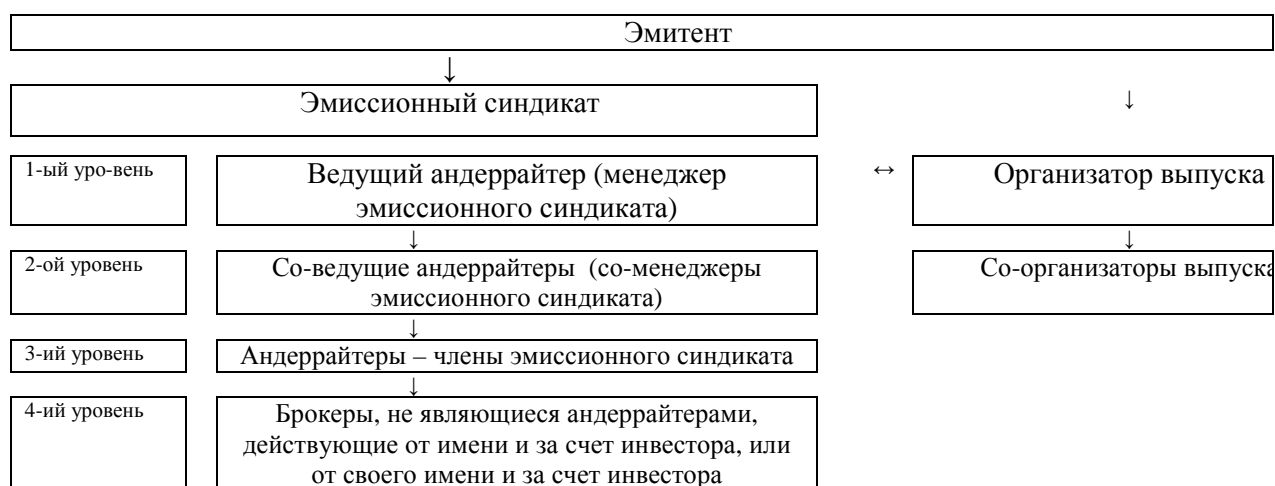
Схема 5.2¹¹

Двухуровневый эмиссионный синдикат*



¹¹ Члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют либо от имени эмитента и за его счет, либо от своего имени и за счет эмитента, либо от своего имени и за свой счет.

Члены эмиссионного синдиката – брокеры действуют либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора

Трехуровневый эмиссионный синдикат***Четырехуровневый эмиссионный синдикат***

Модификации схем организации эмиссионных синдикатов. В зависимости от факторов, влияющих на выбор варианта организации эмиссионного синдиката, указанных выше (цели эмитента, выбранная модель IPO, его объем, операционная и финансовая способность инвестиционного банка, являющегося основным партнером эмитента по облигационному займу), могут существовать следующие варианты:

-эмиссионный синдикат может вообще не создаваться; все обязательства, связанные с организацией выпуска акций и андеррайтингом осуществляются единственным инвестиционным банком, либо этим банком вместе с другой компанией – организатором выпуска, не принимающей на себя обязательства по андеррайтингу;

-отсутствуют организатор и со-организаторы (либо отсутствуют со-организаторы), все соответствующие функции выполняются непосредственно андеррайтерами, находящимися в структуре эмиссионного синдиката.

Ценовой механизм работы эмиссионного синдиката

Структура цены. Вознаграждение за участие в размещении ценных бумаг складывается из вознаграждений:

- за андеррайтинг ценных бумаг (вознаграждение по договору комиссии или договору поручения или агентскому договору),
- за оказание услуг по организации выпуска ценных бумаг;
- за оказание услуг финансового консультанта.

Распределение вознаграждения за участие в размещении ценных бумаг между его участниками, в том числе внутри эмиссионного синдиката, осуществляется по договоренности между сторонами в соответствии с величиной принимаемого на себя риска и объемами обязательств сторон в отношении подготовки размещения и размещения выпуска ценных бумаг.

Способ установления цены. Вознаграждение за участие в размещении ценных бумаг, как и отдельные его части, может устанавливаться в **абсолютной сумме** в денежном выражении, в процентной доле выпуска ценных бумаг (от объема выпуска ценных бумаг в денежном выражении по номинальным или фактически ценам), в комбинированной форме (в процентной доле выпуска ценных бумаг, но не ниже определенной абсолютной суммы) или иным способом.

Андеррайтинговый и синдикационный договора

Отношения «эмитент – андеррайтеры». **Андеррайтинговый договор** - это договор между эмитентом и синдикатом (от лица синдиката выступает его менеджер или группа со-менеджеров) **об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг.** Центральный пункт этого договора - **тип андеррайтинга** (какую ответственность принимает на себя синдикат), **объем и ценовые условия выпуска** ценных бумаг у эмитента, что задает величину платы за андеррайтинг и величину прибыли у членов синдиката.

Договор андеррайтинга – заключенный в письменной форме гражданско-правовой договор между андеррайтером и эмитентом о форме, порядке и условиях осуществления андеррайтинга, о правах и обязанностях сторон по договору в процессе размещения выпуска ценных бумаг. При необходимости договор андеррайтинга может включать права и обязанности ведущего андеррайтера по формированию эмиссионного синдиката и организации взаимодействия участников размещения выпуска ценных бумаг.

Договор андеррайтинга является *договором комиссии* или *договором поручения* или *агентским договором*.

Договор андеррайтинга может заключаться в качестве *смешанного договора* (договора по оказанию услуг по размещению ценных бумаг), включая в себя в качестве неотъемлемой части обязательства андеррайтера по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг, по выставлению заявок на покупку, а также виды, порядок и условия осуществления услуг по организации выпуска акций, права и обязанности сторон, связанные с указанными услугами.

Отношения «эмитент – участники размещения, не являющиеся андеррайтерами». С целью организации взаимодействия с эмитентом со-организатор выпуска ценных бумаг, финансовый консультант и другие участники размещения ценных бумаг, не являющиеся андеррайтерами, заключают договора с эмитентом, содержащие их права и обязанности в отношении размещения выпуска ценных бумаг.

Со-андеррайтер выпуска ценных бумаг и другие участники размещения ценных бумаг, не являющиеся андеррайтерами, могут заключать указанные выше договора с ведущим андеррайтером в случаях, не противоречащих законодательству, если последний приобрел необходимое для этого право по договору андеррайтинга, заключенному с эмитентом.

Договорные отношения внутри эмиссионного синдиката

Фиксация договоренностей между потенциальными членами эмиссионного синдиката до заключения синдикационного договора. С целью организации эмиссионного синдиката ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката):

-заключает с членами эмиссионного синдиката предварительные или иные двусторонние или многосторонние (синдикационные) договора, содержащие права и обязательства членов синдиката в отношении размещения выпуска ценных бумаг, включая обязательства по их приобретению на условиях, не противоречащих условиям выпуска ценных бумаг;

-и / или достигает договоренностей, не имеющих юридической силы, по взаимодействию при размещении, фиксируя их в устной и / или письменной форме, в виде протоколов о намерениях, в качестве иных документов.

Отказ в государственной регистрации выпуска ценных бумаг влечет ничтожность предварительного договора, указанного выше.

Предварительный или иной договор устанавливает:

-часть выпуска ценных бумаг, в отношении которой членом синдиката осуществляется андеррайтинг на лучших условиях, либо - если договор предусматривает осуществление андеррайтинга на основе твердых (фиксированных) обязательств - часть выпуска ценных бумаг, приобретаемой членом эмиссионного синдиката при их размещении (в процентной доле выпуска ценных бумаг, в абсолютной сумме в денежном выражении, в процентной доле от количества ценных бумаг, не размещенных в срок, или в ином выражении);

-цену размещения ценных бумаг, при которой возникают обязательства члена синдиката по осуществлению андеррайтинга и исходя из которой он стремится получить поручения от потенциальных инвесторов на приобретение выпуска ценных бумаг при его размещении;

-вознаграждение члена эмиссионного синдиката в соответствии с порядком определения вознаграждения за участие в размещении ценных бумаг, который установлен в пункте 6 настоящего Стандарта;

-иные обязательства по соглашению сторон в отношении порядка размещения выпуска ценных бумаг и организации взаимодействия сторон при размещении.

Синдикационный договор - это договор между членами синдиката об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Центральный пункт этого договора - ***доли выпуска***, за которые принимают на себя ответственность отдельные члены синдиката, ***дифференциация цен*** на ценную бумагу внутри синдиката (оплата менеджерства, со-менеджерства, различия в ценовых условиях для привилегированных и непривилегированных членов синдиката, размер комиссионных при отпуске ценных бумаг брокерам - членам группы продажи, ответственность членов синдиката (обычно в пределах выкупаемых долей эмиссии).

5.3. Взаимодействие с фондовой биржей и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения акций¹²

Взаимодействие с расчетным депозитарием

¹² Материалы настоящего пункта предоставлены Национальным депозитарным центром (НДЦ) для книги: Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.И., Воробьева З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. – М.Альпина Бизнес Букс, 2004

Взаимодействие эмитента и его консультантов с *уполномоченным депозитарием*, одновременно являющимся и *расчетным депозитарием* торговой площадки, на которой эмитент предполагает провести их размещение:

-заключение договора и открытие эмиссионного счета депо с зачислением на него эмитируемых акций;

-перевод акций на счета депо приобретателей;

-перерегистрация прав собственности в реестре

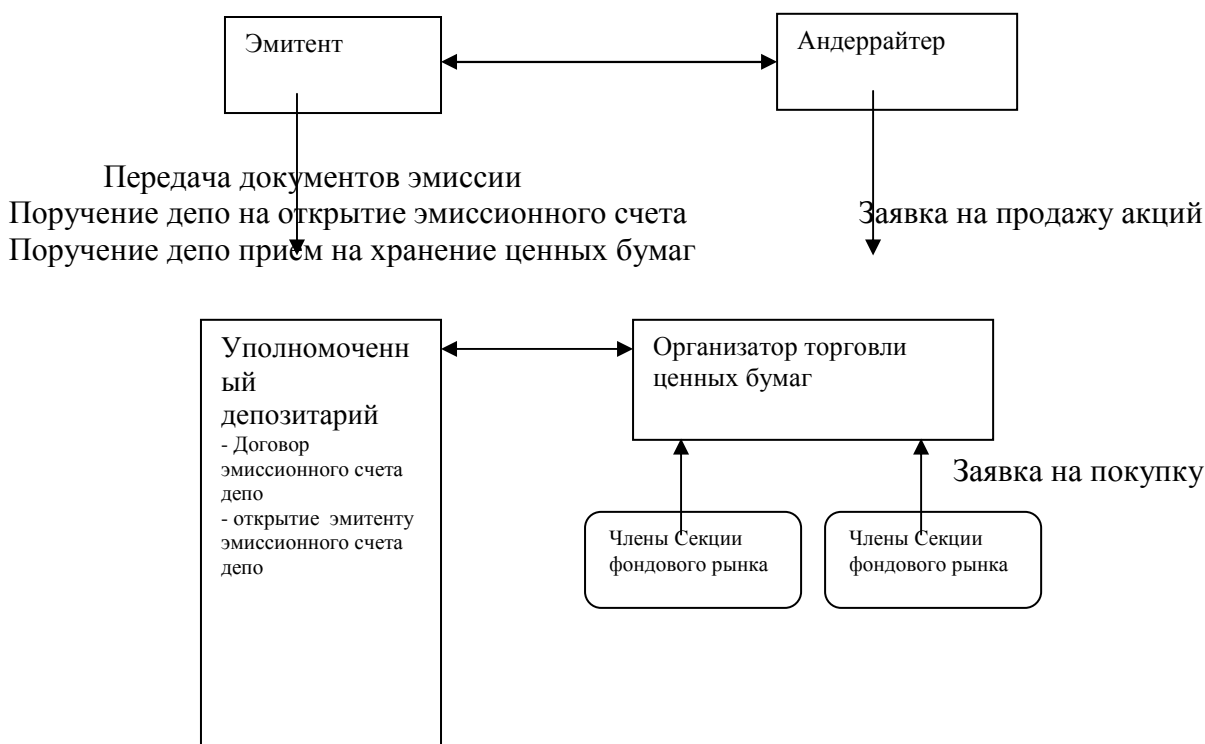
Технология размещения акций

Существует несколько способов размещения акций. Размещение можно проводить как через торговую систему, так и вне торговой системы.

В силу целого ряда причин большинство эмитентов и их инвестиционных консультантов планируют проводить размещение на «торговой площадке» той или иной фондовой биржи или организатора торговли на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим на схемах возможные варианты размещения акций:

Схема размещения акций через торговую систему



Большинство эмитентов и их инвестиционных консультантов планируют проводить размещение на «торговой площадке» той или иной фондовой биржи или организатора торговли на рынке ценных бумаг в силу целого ряда причин:

- использование отработанных и утвержденных регулируемыми органами публичных и стандартных процедур размещения ценных бумаг эмитентом и андеррайтером;
- использование биржевых информационных каналов для информирования потенциальных инвесторов о ценных бумагах и их эмитенте;
- использование биржевой инфраструктуры, обеспечивающей процесс размещения, так и надежные и быстрые расчеты по его результатам;
- широкая география размещения акций среди инвесторов за счет участия в процессе брокерских и инвестиционных компаний различных регионов, работающих на бирже;
- возможность быстрого получения денежных средств в случае успешного хода размещения;
- улучшение имиджа эмитента;
- формирование вторичного биржевого рынка ценных бумаг, способствующего росту капитализации и снижению стоимости заимствований.

**Схема размещения акций на бирже:
взгляд андеррайтера¹³**

Допуск акций к размещению. К размещению на бирже (на примере ММВБ) могут быть допущены любые виды ценных бумаг, выпущенные российскими и иностранными эмитентами, если регистрация их выпуска осуществлена в соответствии с законодательством РФ, нормативными актами финансовых регуляторов и иными правовыми актами РФ.

Эмитент либо ведущий андеррайтер направляет на биржу заявление о допуске к размещению на бирже, установленного образца. Решение о допуске ценной бумаги принимается дирекцией биржи.

В случае принятия решения о допуске ценной бумаги к размещению Заявитель (ведущий андеррайтер или эмитент) до даты начала размещения заключают с биржей Договор о допуске ценной бумаги к размещению на бирже, определяющий условия размещения, в том числе размер вознаграждения биржи за допуск ценной бумаги к размещению.

¹³ Материал представлен ОАО АКБ «Ингосстрах-Союз» для книги: Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.И., Воробьева З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. – М.Альпина Бизнес Букс, 2004

Для учета прав на ценные бумаги эмитенту необходимо заключить Договор с депозитарием (НДЦ). Эмитент должен заключить Договор эмиссионного счета депо.

Формы первичного размещения через ММВБ. Первичное размещение на ММВБ может проводиться в форме *аукциона* или *в режиме переговорных сделок* (РПС). Возможен также *смешанный вариант* – вначале проводится аукцион по определению цены размещения, а затем заключаются сделки в режиме переговорных сделок по определенной на аукционе цене.

Проведение аукциона для первичного размещения акций. При проведении аукциона по определению цены размещения участники – члены секции фондового рынка ММВБ заранее резервируют денежные средства в Расчетной палате ММВБ.

В день проведения аукциона участники – члены секции фондового рынка ММВБ подают со своих удаленных рабочих мест или мест в торговом зале электронные *лимитные заявки* на покупку за свой счет или за счет своих клиентов («купить не выше такой-то цены»). Заявка контролируется системой торгов на достаточность обеспечения. В заявке указывается количество акций и цена, по которой покупатель готов приобрести данные акции.

По окончании периода сбора заявок система торгов генерирует реестр заявок, который передается эмитенту. Последний определяет цену размещения. В период удовлетворения заявок ведущий андеррайтер вводит заявку на продажу по цене размещения, размер которой не может превосходить объем акций на эмиссионном счете эмитента в уполномоченном депозитарии.

Заявки удовлетворяются по цене размещения.

После завершения торгового дня информация о результатах аукциона поступает в Расчетную палату ММВБ и НДЦ и после окончательного сигнала от биржи на разблокировку счетов денежные средства поступают на счет ведущего андеррайтера (в интересах эмитента), а ценные бумаги на счета депо покупателей. Такой вариант размещения еще называют «биржевым».

Книга лимитных приказов «купить не выше цены такой-то»

Цены	Покупка	Продажа
39	70 тыс., 20 тыс., 50 тыс., 60 тыс., 100 тыс.	
40	40 тыс., 30 тыс., 80 тыс., 10 тыс.	

41	100 тыс., 50 тыс., 10 тыс., 60 тыс.	Цена размещения = 41, по которой будут удовлетворены лимитные заявки с ценой 42 и 43
42	30 тыс., 70 тыс., 80 тыс., 10 тыс., 50 тыс.	
43	10 тыс., 25 тыс., 40 тыс., 20 тыс.	
43		
45		
46		

Размещение с использованием режима переговорных сделок. При размещении акций по заранее определенной цене удобно использовать режим переговорных сделок (РПС), который начал действовать на базе существующей торговой системы ММВБ и обладает следующими привлекательными для эмитента чертами:

- участникам предоставляется возможность выбора стандартных условий исполнения сделки (сроки расчетов, гарантии исполнения сделки и т.д.);
- предусмотрена административная и финансовая ответственность за нарушение правил заключения и исполнения сделок;
- гибкая шкала сроков расчетов;
- возможность выбора режима обеспечения расчетов: на условиях “поставка против платежа с гарантией ММВБ”, либо на условиях “поставка против платежа” без гарантий ММВБ.

При использовании режима переговорных сделок ведущий андеррайтер вводит в систему торгов безадресную заявку на продажу с указанием цены размещения, заранее определенную Эмитентом, доступную всем членам секции фондового рынка. Покупатели направляют андеррайтеру адресные заявки на покупку (с указанием продавца и покупателя). Получив адресную заявку, ведущий андеррайтер имеет право – заключить сделку, отклонить заявку либо послать встречную заявку с другими условиями, например, другим количеством.

5.4. Вторичный рынок (листинг)

Функции андеррайтера на вторичном рынке:

- «разогрев рынка» акций эмитента;
- «послерыночная поддержка»;
- «маркет-мейкерство».

Наличие маркет-мейкера. Ряд зарубежных бирж требует от эмитентов, проводящих IPO, обязательного наличия *двух – трех маркет-мейкеров*, как

обязательного условия IPO и последующего листинга. В частности, это - *Alternative Investment Market (AIM)* Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange), *TechMARK Mediscience* и *TechMARK* Лондонской фондовой биржи (London Stock Exchange), дочерняя компания “*Alternext*” панъевропейской фондовой биржи *Euronext*, *NASDAQ SmallCap Market*, *ITEQ* – сегмент рынка Ирландской фондовой биржи (**Irish Stock Exchange**).

Маркет-мейкер – член биржи и участник биржевых торгов, принявший на себя обязательства по договору с эмитентом о поддержке рынка его ценных бумаг после завершения первичного размещения:

-**открытие** твердых двусторонних котировок на покупку – продажу акций эмитента;

-**обязательство** поддерживать курс акций при его падении / охлаждать рынок при быстром росте курсовой стоимости;

-**обязательство** удерживать минимальные спреды в тех пределах, в каких это позволяет рыночная конъюнктура;

обязательство формировать ежедневную ликвидность в оговоренном размере и в пределах, не приводящих к манипулированию на рынке ценных бумаг.

К маркет-мейкерам должны предъявляться следующие **требования**: **наличие** лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг; **членство** в фондовой бирже или в ином организаторе торговли – учредителе торговой площадки для компаний малой и средней капитализации.