**Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования**

**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»**

Допустить к защите

Заведующий кафедрой

_____проф. Рубцов Б.Б.

«____»_____2012 г.

# ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ (ДИПЛОМНАЯ) РАБОТА

**на тему:**

# «IPO российских компаний»

Выполнил:

Студент группы РЦБ 5-2 очной формы обучения Факультета Финансы и Кредит
Соловьев Иван Андреевич

_____

Научный руководитель:

доц. Соловьев Павел Юрьевич

_____

МОСКВА 2012.

# Содержание

**Введение.** ..... 3

**Глава 1: Понятие, сущность и механизм реализации первичного публичного размещения (IPO) акций компании** ..... 6

**1.1 Понятие и сущность IPO** ..... 6

**1.2 Цели и задачи первичного размещения акций** ..... 8

**1.3 Сравнение IPO с другими способами привлечения инвестиций** ..... 11

**1.4. Преимущества и недостатки IPO** ..... 12

**1.5 Российский опыт IPO** ..... 16

**Глава 2: Оценка размещения выпуска акций рынком: основные теоретические гипотезы в отражении российского рынка.** ..... 23

**2.1 Ценообразование на рынке IPO.** ..... 23

**2.2 Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO.** ..... 32

**2. 3 Выбор биржи** ..... 43

**Глава 3: Перспективы развития рынка IPO в России. Анализ IPO банка ВТБ.** ..... 53

**3. 1 Особенности проведения IPO в России** ..... 53

**3.2 Анализ рынка IPO за 2011 год.** ..... 59

**3.3 IPO ВТБ** ..... 64

**3.4 Buy-back акций ВТБ анализ ситуации.** ..... 68

**3.5 Оценка перспектив развития рынка IPO.** ..... 72

**Заключение.** ..... 82

**Список использованной литература.** ..... 86

**Приложения.** ..... 90

**Приложение 1** ..... 90

**Приложение 2** ..... 96

**Приложение 3** ..... 100

**Приложение 4** ..... 103

**Приложение 5** ..... 105

**Приложение 6** ..... 106

**Приложение 7** ..... 108

## Введение.

В случае возникновения необходимости в дополнительных средствах компании чаще всего использовали, в качестве основного источника, депозиты и остатки на счетах физических и юридических лиц, мобилизуемые кредитными организациями и предоставляемые компаниям в виде ссуд, а также векселя и облигации. В последнее время, появился новый источник финансирования потребностей компании, стремительно развивающийся в сложившихся экономических условиях и занимающий всё большее место среди традиционных источников капитала. Этим источником является способ привлечения средств через первичное публичное предложение акций (Initial Public Offering, IPO).

С развитием процессов глобализации и повышением мобильности капитала в России становится актуальным метод фондирования через выход на публичный рынок. Считается, что это связано с его огромным потенциалом удовлетворения даже самых амбициозных потребностей компаний. Кроме того, это дает возможность раскрыть весь имеющийся потенциал компании при достижении высокого уровня своего развития.

Российское законодательство определяет публичное размещение ценных бумаг как «размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг». [1]

Использование данного способа привлечения средств стало популярным из-за стремительного развития данного рынка на западе. Размещение акций на фондовой бирже уже давно является одним из основных инструментов финансирования дальнейшего развития компании. Привлечение финансовых средств в ходе IPO позволяет компании приобрести необходимые для расширения активы, которые она не может

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

приобрести на собственные средства и на приобретения которых считает невыгодным брать кредит.

При этом IPO имеет ряд значительных конкурентных преимуществ перед долговыми инструментами привлечения средств. Прежде всего, полученные в ходе публичного размещения акций средства не нужно возвращать инвесторам и за пользование ими не требуется уплачивать проценты. Во-вторых, при проведении IPO компания проводит размещение своих бумаг на фондовой бирже, а компании, включённые в листинг на бирже, обычно стоят дороже своих конкурентов, которые остаются частными[2]. В-третьих, у эмитента появляется история на публичном финансовом рынке, в результате чего происходит качественное улучшение имиджа компании в глазах инвесторов. Впоследствии компании будет проще привлекать средства на иных сегментах финансового рынка с меньшими издержками и на лучших условиях. А в России IPO популярно ещё и тем, что предоставляет собственнику компании возможность выгодно продать свои акции и выйти из бизнеса.

Российский рынок IPO ещё молод. Первопроходцем среди российских компаний, которая провела первичное публичное предложение акций, была компания «ВымпелКом», разместившая АДР третьего уровня на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) в 1996 году. А первое классическое IPO на отечественном рынке в 2002 году провела компания ОАО «РБК Информационные системы».

Естественно, что на российском рынке IPO в силу его молодости существует ряд проблем. До сих пор не установилось единых подходов к толкованию терминов, непосредственно затрагивающих сделки на рынке IPO, и единства мнений специалистов по ряду основополагающих вопросов. Кроме того, неудобство при совершении сделок по публичному

[2] Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций. – М: Олимп–Бизнес, 2008, стр. 35

предложению акций вносит отсутствие чёткого и ясного законодательства, в том числе в отношении защиты прав инвесторов.

Публичный рынок является относительно новым для отечественных игроков, что объясняется историческим выбором российского финансового рынка - развитие банковского кредитования. В результате компании в большей степени привыкли работать на долговом рынке, как правило, имея дело с кредитами и векселями. Поэтому рассматривают фондовый рынок всего лишь как дополнительный источник привлечения капитала. В то же время возможности и потенциал публичного рынка последних лет позволяют с уверенностью говорить о его динамичном развитии в России.

Цель данного диплома – провести анализ существующей международной и отечественной практики первичного публичного предложения акций, привести теоретическое обоснование проблем развития и перспектив рынка IPO в России. Структура данной работы обусловлена поставленной целью и задачами исследования. *Основными задачами* данной работы являются:

1. Раскрытие экономической сущности публичного размещения акций.
2. Исследование основных тенденций мирового рынка IPO.
3. Изучение и выявление ключевых тенденций и особенностей российского рынка IPO.
4. Анализ IPO банка ВТБ.
5. Анализ перспектив развития рынка мини-IPO.

# Глава 1: Понятие, сущность и механизм реализации первичного публичного размещения (IPO) акций компании

## 1.1 Понятие и сущность IPO

Аббревиатура **IPO (Initial Public Offering)** пришла в Россию с международных рынков капитала. По моему мнению, данный термин переводится как «первоначальное публичное предложение», применяется непосредственно к такому виду ценных бумаг, как акции, и подразумевает также их допуск к торгам на фондовой бирже. При этом компания, проводящая IPO, впервые предлагает неограниченному кругу инвесторов свои акции, впервые допуская их к торгам на фондовой бирже.

В то же время существуют другие трактовки термина IPO. В зарубежной литературе даётся следующее определение IPO: *Первичное публичное предложение* (IPO) – способ привлечения инвестиций посредством продажи ценных бумаг на открытый биржевой рынок в ожидании роста ликвидности, предпринимаемый впервые[3].

По мнению ряда отечественных специалистов в области публичного размещения акций, термин IPO трактуется именно как “первичное публичное предложение” и имеет следующее определение: *первичное публичное предложение акций* (IPO) – это процесс размещения обыкновенных или привилегированных акций на открытом биржевом рынке, впервые предпринимаемый компанией, с целью привлечения дополнительных инвестиций в акционерный капитал компании. Участниками этого процесса являются эмитенты, инвесторы, посредники и фондовая биржа[4].

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, LSE), к примеру, *под IPO понимает* все случаи размещения акций компаниями, которые

---

[3] Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

[4] Гулькин П.Г., Теребынькина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO. – СПб., Аналитический центр Альпари СПб., 2002. - С. 17.

впервые публично предложили свои акции на её торгах[5]. При этом, даже если ранее акции данного эмитента уже были допущены к торгам, или эмитент уже проводил процедуру IPO на других биржах, это не будет иметь никакого значения.

Однако наряду с этим мнением существует иная точка зрения: каждое следующее после IPO публичное предложение дополнительного выпуска акций компанией, которая уже прошла листинг на бирже, рассматривается как «follow-on» или доразмещение. То есть follow-on (доразмещение)[6] – это размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке.

Для того чтобы выжить, компания непременно должна расти. Должна расти ее доля на рынке. Должна расти ее клиентская база. Должны расти ее расходы на исследования и разработки, ведь без этого не выпустишь новой продукции и не найдешь нового применения для продукции, уже выпускаемой. Компания должна наращивать свои производственные мощности, чтобы выпускать все больше и больше. И затем она должна торговать тем, что произвела, продвигать свою продукцию на рынок.

Все это требует денег. И весьма больших денег. Один из наиболее надежных, проверенных способов увеличить свои финансовые возможности — выпустить акции. Смысл понятия «первичное публичное предложение акций» (IPO) полностью соответствует его названию: это первая публичная продажа акций компании и листинг этих акций на фондовой бирже. В Великобритании для обозначения того же понятия используют термин «flotation» (размещение), такой же термин используется и в российской практике.

Привлечение денежных средств, процесс выпуска новых ценных бумаг всегда труден, требует существенных затрат времени со стороны менеджмента компании и посредников (сюда относятся инвестиционные

---

[5] http://www.londonstockexchange.com/global/glossary/i.htm

[6] Лукашов А., Могин А. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - с. 39.

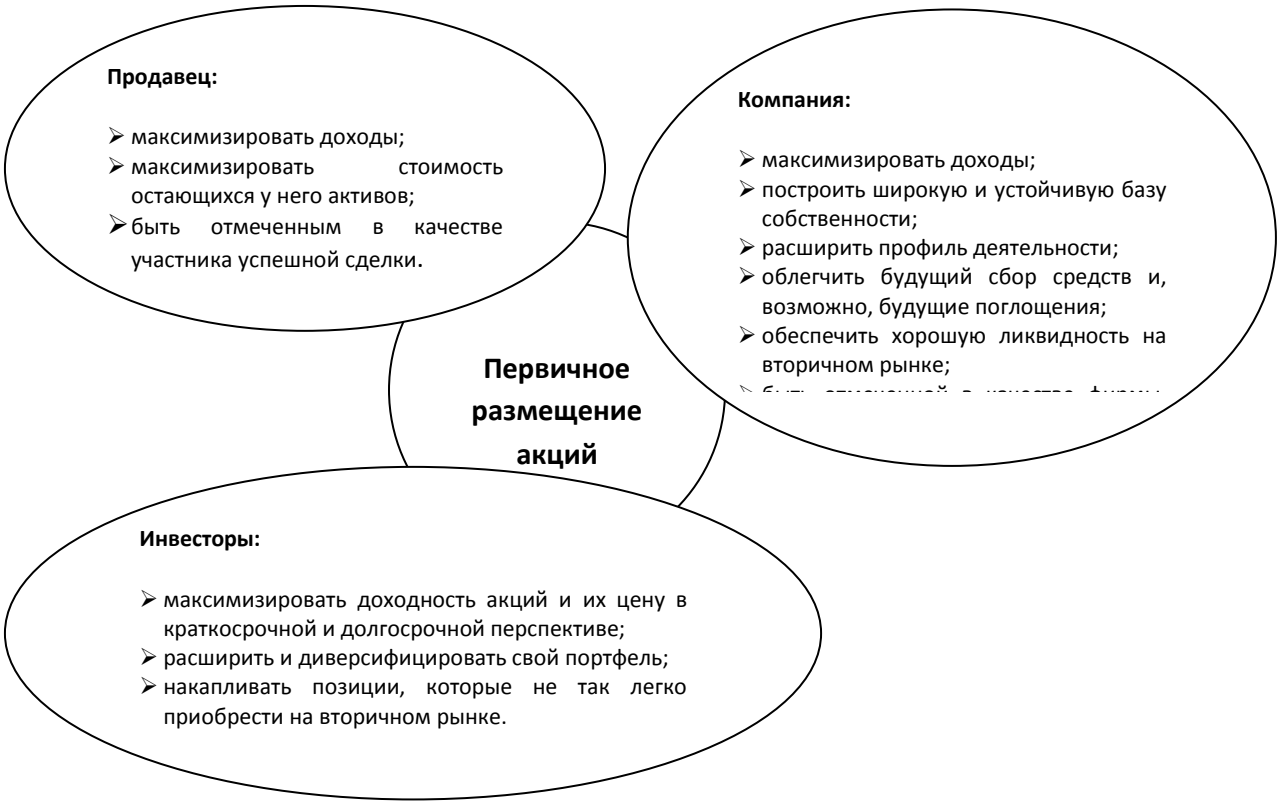
банкиры, биржевые брокеры, поверенные в делах и др.) и весьма недешев. Эти усилия необходимы для того, чтобы раздобыть деньги по цене, которая удовлетворит и продавца и покупателя.

В процессе IPO фигурируют три основные заинтересованные стороны — продавец, компания и инвесторы, — каждая из которых преследует собственные цели.

## 1.2 Цели и задачи первичного размещения акций

При IPO цели продавца, компании и инвестора дополняют друг друга, но не являются идентичными. Роль инвестиционного банка, который управляет сделкой или спонсирует ее, состоит в том, чтобы гарантировать соблюдение баланса интересов всех трех сторон. Одна из трудностей управления инвестиционным банком — необходимость улаживать конфликты, постоянно возникающие между клиентами, выпускающими акции, и клиентами-инвесторами.

**Рисунок 1: Различные цели, преследуемые участниками IPO**




[7] Грег Н. Грегориу, «IPO. Опыт ведущих мировых экспертов»,/Гревцов Паблишер, 2008 г.

Цели, преследуемые участниками сделки:

***Компания***

Цели компании в момент размещения новых ценных бумаг многочисленны и подразделяются на финансовые и нефинансовые. Компания стремится достичь высокой оценки, которая будет поддержана вторичным рынком. Компании занимаются бизнесом для того, чтобы наращивать стоимость для своих акционеров. Но чего фирма совсем не хочет, так это того, чтобы ее первые сторонние акционеры потеряли свои деньги. Хотя высокая начальная цена весьма желательна, еще более желательно, чтобы эта цена поднималась и дальше на вторичном рынке. Высокие начальные цены минимизируют потери нынешних акционеров, так что обе заинтересованные стороны могут быть довольны.

Разумные оценки обычно поддерживаются основными акционерами, намеренными держать свои акции достаточно долго. Основные акционеры не хотят пока продавать свои активы, но они хотели бы видеть, как другие постоянно торгуют акциями данной компании; это означает, что акции ликвидны и акционер сможет продать их, как только сочтет нужным[8].

Другие цели состоят в расширении профиля компании и облегчении для нее в будущем привлечения средств и поглощений.

***Продавцы***

Компания не может выступать в качестве продавца акций в следующих случаях:

- акции продают учредители компании;
- акции продают сторонние инвесторы;
- присутствует венчурный капитал;
- акции компании выкупаются за счет заемных средств (leveraged buy-outs, LBO);
- материнские компании распродают дочерние предприятия;

[8] Балашов В.Г., «IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии»,/Дело, Академия народного хозяйства, 2008 г. - с. 40.

- проводится приватизация.

Если продавец и компания — это не один и тот же участник сделки, первейшая цель продавца состоит в том, чтобы максимизировать стоимость своего пакета акций. Это может означать принятие «низкой» цены IPO или задержку с продажей всех или части акций в момент, когда компания впервые выходит на рынок. Как правило, многие держатели акций не спешат избавляться от своих активов в момент IPO. Поэтому важное значение имеет установление твердого курса акций на вторичном рынке[9]. Держатели венчурного капитала считают, что они должны вернуться на фондовый рынок по крайней мере еще один раз, чтобы получить достаточную прибыль от своих инвестиций в компанию, проводящую IPO.

***Инвесторы***

Инвесторы желают, чтобы курс акций после их первичного размещения вырос как можно сильнее. Этот рост есть продукт сложения двух факторов: традиционной ценовой премии «дня открытия» и длительного воздействия сильного, растущего фондового рынка на акции данной компании.

IPO предоставляет инвесторам идеальную возможность получить большую долю в компаниях, акции которых не так легко обнаружить на вторичном рынке. То обстоятельство, что компания-эмитент сама платит все комиссионные, тоже помогает инвестору в работе.

***Общность интересов***

Интересы перечисленных сторон совпадают в том, что касается достижения максимальной цены акций на вторичном рынке, которая является производной от хороших результатов деятельности, назначения адекватной цены IPO и высокой ликвидности акций на вторичных торгах. Ликвидность же на вторичном рынке, в свою очередь, зависит от числа акций в выпуске, числа рынков, на которых эти акции обращаются, тщательности

[9] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов./М.: Олимп-Бизнес, 1997. - с 50.

исследовательской работы и числа рыночных агентов (там, где они используются), занятых распространением данных акций.

### *Смысл IPO*

Компании, которые привлекают капитал, выпуская и продавая новые акции, делают это для того, чтобы улучшить финансовое состояние своего бизнеса. Акции имеют два больших преимущества перед банковскими ссудами и другими формами заимствований: полученные средства не надо возвращать, к тому же нет нужды ни в каких обязательных платежах, ведь дивиденды выплачиваются по решению совета директоров. IPO, привлекающие капитал, проводятся для того, чтобы:

- привлечь денежные средства для расширения бизнеса;
- уменьшить уровень долга (долговую нагрузку) компании[10].

Решение акционироваться для многих компаний является стратегическим и принимается не только ради сбора средств. Процесс IPO может стать катализатором совершенствования стратегии развития компании. Часто он также знаменует собой заключительный шаг в ее финансовом развитии.

## 1.3 Сравнение IPO с другими способами привлечения инвестиций

Хотелось бы остановить внимание, а также выявить основные достоинства и недостатки у альтернативных IPO способов привлечения инвестиций. Данные сравнения представлены в таблице.

**Таблица 1.** *Преимущества и недостатки различных способов привлечения инвестиций*[11].

| Источник привлечения капитала | Достоинства | Недостатки |
|---|---|---|
| Собственные средства акционеров | • простой и дешевый способ привлечения финансирования;<br>• отсутствует долговое обременение | • ограничение в объеме привлечения |

[10] Гулькин П., "IPO. Начало работы",/"Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO)",/Альпари СПб, 2002. – с. 87.
[11] Таблица составлена автором самостоятельно.

| | | |
|---|---|---|
| Кредит | • возможность использования гибкой кредитной линии;<br>• простота в оформлении;<br>• отсутствие сопровождающих расходов | • требует залогового обеспечения;<br>• целевое использование |
| Вексель | • небольшие издержки выпуска;<br>• возможность использования в качестве платежного средства;<br>• способствует формированию публичной положительной кредитной истории | • требует погашения и уплаты процентов;<br>• как правило, носит краткосрочный характер (до 3 лет) |
| Облигации | • возможность привлечения крупных сумм;<br>• является относительно ликвидной бумагой;<br>• возможность управления кредитным портфелем (посредством купли-продажи собственных ЦБ) | • требует регистрации;<br>• возвратность и уплата купонного дохода;<br>• требует открытости и прозрачности компании;<br>• требует временных затрат |
| IPO | •привлеченные средства составляют собственный капитал компании;<br>•нет необходимости возвращать привлеченные средства инвесторам;<br>•доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок;<br>•источник долгосрочного финансирования;<br>• возможность определить реальную рыночную стоимость акций и реализовать часть стоимости акционерной собственности;<br>•нет необходимости в обязательных ежегодных дивидендных выплатах (по обыкновенным акциям). | • доля акционерного капитала, предложенная к публичному размещению, «разводняет» акционерный капитал ;<br>•высокие временные издержки;<br>•соблюдения ряда строгих требований фондовых бирж;<br>•значительные финансовые издержки, включая вознаграждения консультантам и андеррайтерам;<br>• цена размещаемых ценных бумаг зависит от конъюнктуры рынка в период размещения;<br>•котируемые компании должны в дальнейшем выполнять ряд строгих требований законодательства о ценных бумагах и правил бирж. |

## 1.4. Преимущества и недостатки IPO

Ежегодно множество компаний во всем мире осуществляют IPO. Выгоды от приобретения статуса публичной компании многочисленны. Преобразование в компанию, акции которой котируются на открытом рынке, облегчает привлечение финансирования как в настоящем, так и в будущем. Публичное размещение акций открывает огромные возможности, однако цена, которую необходимо за это заплатить, может быть очень значительной.

Чтобы определить, перевешивают ли выгоды возможные недостатки, необходимо оценить их с точки зрения целей акционеров и самой компании. Ниже приводятся аргументы за и против открытого размещения акций.

**Положительные стороны:**

- Для компании основным преимуществом использования IPO как инструмента для привлечения капитала является получение значительных денежных ресурсов, не лимитированных по времени их использования. Это очень выгодно для компании, изыскивающей средства для расширения бизнеса, то есть когда требуются долгосрочные капиталоёмкие инвестиции;
- Полученные в ходе IPO средства не нужно возвращать инвесторам, за пользование этими средствами не нужно будет уплачивать проценты;
- Публичное размещение акций может представлять альтернативу банковскому кредиту. Причём привлечение средств путём IPO обладает значимым преимуществом перед займом средств у банков: при размещении акций компания привлекает капитал у инвесторов со всего рынка, а, выступая заёмщиком у банка – только у одного индивидуального кредитора, что ставит эмитента в зависимость только от банка, от его мнения о компании – заёмщике, которое может быть и необъективным. Таким образом, происходит концентрация рисков на одном кредиторе, в результате чего компания вообще может не получить денежных средств;
- В результате проведения IPO компания обретает рыночную стоимость (капитализацию), что особенно актуально для российских компаний, которые, как правило, имеют заниженную в сравнении с зарубежными аналогами капитализацию;
- Диверсификация источников финансирования;

- В результате возникновения у компании - эмитента истории на публичном финансовом рынке у инвесторов возникает лучшее понимание эмитента, специфики его деятельности и его рисков[12];
- Более широкие возможности финансового конструирования, переход эмитента к проектированию серий финансовых продуктов с условиями, изменяющимися в зависимости от состояния рынка, и продуктовых линий. В частности, использование конвертируемых ценных бумаг[13];
- Публичное раскрытие информации и обращение на рынке ценных бумаг создаёт для предприятия национальный канал маркетинга компании и её торговых марок[14];
- В процессе подготовки к IPO проводится реструктуризация системы менеджмента компании - в соответствии с российским законодательством в совете директоров должно быть не менее 3 независимых директоров.Это ведёт к повышению эффективности системы управления компанией, что впоследствии даёт возможность улучшить финансовые результаты деятельности компании – эмитента.

**<u>Отрицательные стороны</u>:**

- Одним из основных недостатков IPO является проблема разводнения капитала. Однако в силу того, что, как правило, российские компании размещают лишь до 10 – 20% акций, контроль за бизнесом со стороны главных акционеров не меняется. С миноритарными акционерами, которые обладают рядом прав по отношению к акционерному обществу, контролирующим

[12] Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» // www.iteam.ru
[13] Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» // www.iteam.ru
[14] Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» // www.iteam.ru

собственникам и менеджменту компании, связан потенциальный рост конфликтов интересов[15];

- Тот факт, что для проведения IPO компания должна раскрыть публике информацию о себе, требует значительных дополнительных затрат, так как для этого компанией – эмитентом привлекаются квалифицированные юристы, аудиторы и прочие консультанты. Кроме того, специфика российского бизнеса такова, что компании не хотят, чтобы их финансовая, управленческая отчётность, структура собственников и прочая информация, которая была ранее известна узкому кругу собственников бизнеса, стала доступна публике. Но, с другой стороны, раскрытие информации о компании снижает риски для потенциальных инвесторов, которые иначе бы принимали инвестиционное решение в отсутствии представления о состоянии дел эмитента;
- Для отечественных компаний процесс первичного публичного размещения акций в сравнении с другими способами привлечения капитала хуже всего освоенный и самый сложный, что ведёт к высоким рискам неудачных размещений;
- В сравнении с другими способами привлечения денежных средств в компанию, IPO несёт более высокие регулятивные издержки (государственная регистрация выпусков, более тяжелая налоговая нагрузка)[16];
- Затраты эмитента при проведении IPO очень высоки. Только инвестиционные банкиры берут комиссионные в размере от 2 до 7% от общей привлечённой суммы[17]. Кроме этого оплачиваются услуги аудиторов, юристов, PR – компаний, плата бирже за листинг,

[15] Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» // www.iteam.ru
[16] Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» // www.iteam.ru
[17] Росс Геддес. IPO и последующие размещения акций. – М: Олимп–Бизнес, 2008. – с. 20.

корпоративная реклама и прочее. А помимо первоначальных затрат на сам процесс подготовки IPO, после размещения компания несёт затраты на поддержание котировок, проведение аудита в соответствии с требованиями биржи по одному из стандартов финансовой отчётности и прочее;

- Ввиду необходимости регулярной публикации результатов деятельности компании, дополнительная нагрузка производится на топ – менеджмент компании;
- Проведение IPO требует значительных временных затрат. В среднем срок с момента принятия компанией решения о проведении первичного публичного размещения акций до начала торгов на бирже составляет около двух лет;
- Как показывают зарубежные исследования IPO, выход на мировые площадки (например, на нью-йоркскую, лондонскую и другие фондовые биржи) компания может осуществить, если ее капитализация составляет не менее 150 млн. долл. США. При капитализации в 1 млрд. долл. США эффективность размещения возрастает за счет подключения иностранных инвестиционных и пенсионных фондов[18]. Таким образом, для компаний, величина капитала которых меньше, более выгодным способом привлечения финансирования может являться выпуск облигаций или привлечение кредитных средств для реализации своих инвестиционных проектов.

## 1.5 Российский опыт IPO

История российских IPO открывается компанией Вымпелком[19]: 15 ноября 1996 года на NYSE началось обращение депозитарных расписок на акции компании. Размещение прошло по верхней границе диапазона ($19,50-

[18] Гвардин С. «Преимущества и недостатки публичного размещения акций». – ж. Финансовая газета. - 2007. - № 4

[19] Более подробно об истории российского IPO см. Приложение 1.

$20,50), что позволило привлечь $110,8 млн. Капитализация на момент размещения составила $630 млн. Это IPO было признано одним из самых доходных, так как в первый день размещения доходность достигла 44%[20].

Пальма первенства после некоторого затишья на рынке, была перехвачена компанией Голден Телеком. Однако через некоторое время, компания перестала быть публичной, так как ее акции бали выкуплены все тем же Вымпелкомом.

В 2002 году свое размещение провела компания РБК, которой удалось привлечь 14 млн. долл.

До 2004 года размещения были единичными, а по-настоящему активизация рынка IPO российских компаний произошла лишь в 2005 году, когда на биржу вышло сразу 15 компаний. В 2006 году на рынок IPO вышло и вовсе 17 компаний, сумевшие привлечь $16 млрд.

Несмотря на проблемы на финансовых рынках, начавшиеся с ипотечного кризиса в США, 2007 год стал еще одним рекордным годом IPO в России, что позволило нашей стране стать лидером среди европейских стран по объему публичных размещений. В 2007 году российские компании провели 23 публичных предложения акций на $29,4 млрд. Это составило 86% от общего привлеченного капитала по всем IPO компаний из стран СНГ. Кроме того, объем IPO компаний из России превышает объем средств, привлеченных компаниями из стран Европы, в частности в Великобритании удалось провести IPO только на $22 млрд., а в Германии — на $11 млрд.[21]

В 2007 году Лондонская Биржа сохранила свои позиции любимой площадки для компаний из стран СНГ, но тем не менее доля российских бирж возросла.

Резюмируя основные тенденции развития рынка IPO в России необходимо отметить следующее:

- рост количества и объемов размещения;

[20] Гвардин С. В., Риски IPO,// Корпоративный финансовый менеджмент № 4, 2007
[21] Россия стала лидером IPO, РБК Daily, (27.02.2008)

- изменение отраслевой специализации – увеличение числа размещений вторичного и третичного секторов экономики;
- увеличение объемов IPO (хотя в среднесрочной перспективе объем IPO будет уменьшаться в связи с выходом на биржу менее крупных компаний);
- повышение грамотности эмитентов;
- рост доли национальных бирж и увеличение оборотов внутри России.

В дальнейшем при определенных усилиях, прилагаемых со стороны регуляторов и участников рынка, Москва имеет все шансы стать крупнейшим финансовым центром Европы после Лондона. Для этого необходимо предпринимать дальнейшие шаги по модернизации биржевой инфраструктуры, интеграции российской учетной системы в мировую, т.е. всячески способствовать более активному участию иностранных инвесторов в торгах.

Формально, эмитент, выбирая биржу для размещения, может структурировать размещение, используя одну из следующих опций в порядке возрастания сложности размещения:

- одна национальная биржа,
- несколько национальных бирж,
- одна или несколько зарубежных площадка,
- одна национальная и одна зарубежная площадок,
- несколько национальных и одна зарубежная площадка,
- несколько национальных и нескольких зарубежных площадок,
- одна или несколько зарубежных площадок,

Размещение на одной или нескольких национальных биржах наиболее простая опция для эмитента, требующая значительно меньше юридической работы, зачастую меньшего раскрытия информации и, как следствие, меньшего количества работы инвестиционных банкиров. Размещение на различных биржах (как национальных, так и зарубежных) увеличивает объем

работы инвестбанков по организации сделки[22]. С увеличением объемов размещения возникает естественная необходимость размещаться на разных площадках в разных регионах – один локальный рынок может «не переварить» многомиллиардное размещение, а учитывая, что львиную долю акций, в конечном счете, покупают зарубежные инвесторы, для которых листинг в Лондоне дает гарантии ликвидности бумаг, что повышает оценку размещения, эмитент вынужден идти на то, чтобы размещаться на разных рынках.

Активное размещение бумаг на американских биржах сменилось размещениями в Лондоне и возросшими объемами размещений внутри России – крупное IPO (SPO) на сумму $3 млрд.[23], проведенное Сбербанком в феврале 2007 года было размещено исключительно в России. При этом, еще в 2006 году много говорилось о том, что российский рынок не способен «принять» большие размещения и правы были те, кто говорил, что просто не было прецедентов.

В 2010 году осуществил свое размещение «RUSAL», который разместил порядка 11% акций, но общую сумму 2 236,5 млн. долл. В этом же году свои акции разместил «ПРОТЕК», на общую сумму 399, 9 млн. долл[24]. В 2011 году, «Яндекс» провел свое IPO на американской NASDAQ общим объемом 1304,4 млн. долл[25].

Несколько лет назад, а именно в 2007-08 годах активно обсуждались проблемы неприспособленности инфраструктуры российского фондового рынка для первичных размещений. Основные проблемы, которые считались наиболее значимыми:

- *неразвитость регулятивной инфраструктуры*: главной проблемой был существенный разрыв между непосредственной

[22] Россия стала лидером IPO, РБК Daily, (27.02.2008)
[23] Объем размещение учитывает объем привлеченных средств за минусом эмиссии выкупленной контролирующим акционеров в лице центрального банка
[24] Информационный портал «QUOTE» - http://quote.rbc.ru/news/emitents/2012/05/15/33651186.html
[25] Информационное агентство «Блумберг» - http://www.bloomberg.com/news/2012-04-16/yandex-internet-search-share-rises-to-2012-high-liveinternet.html

аллокацией и началом биржевого обращения ценных бумаг, который был связан со спецификой котировальных листов, требований к листингу и необходимостью регистрации отчета об итогах эмиссии в ФСФР;

- *неразвитость учетной системы рынка ценных бумаг*: отсутствие центрального депозитария;
- *слабость российских финансовых институтов*: ограниченная база инвесторов российских банков, что определяло доминирующее положение иностранных банков на рынке IPO, и низкая ликвидность российского рынка, приводившая к «вытеканию» фондового рынка за пределы страны.

В настоящий момент значительная часть данных проблем была решена: приняты нормативные акты, значительно упростившие процедуру размещения, в результате чего российское законодательство стало соответствовать западному.

Для начала обращения ценных бумаг на бирже, они должны быть допущены к торгам. Что происходит путем включения бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам. Включение в список может осуществляться без прохождения процедуры листинга, и в данном случае ценные бумаги будут отнесены к категории вне списочных. Процедура листинга предполагает включение ценных бумаг в котировальный список "А" (первого и второго уровней), "Б", "В", "И"[26]. Основная задача, решаемая данными котировальными списками в рамках проведения публичных размещений – сокращение временных издержек между предварительным нахождением акций во внесписке (не менее 3 месяцев) и государственной регистрацией отчета об итогах выпуска ценных бумаг. Теперь эмитенты могут сразу пройти листинг на бирже и вместо отчета об итогах выпуска уведомить регулятора об итогах эмиссии.

[26] Основные требования к котировальным листам см. **Ошибка! Источник ссылки не найден.**

Котировальные листы «В» и «И» предполагают наличие более сложной торговой инфраструктуры. Эмитент, размещающийся в котировальном листе «В» должен обязательно заключить договор с маркет-мейкером, а в котировальном листе «И» - с маркет-мейкером и уполномоченным финансовым консультантом (УФК).

Котировальный лист «И» играет роль инкубатора – специально создан для роста капитализации эмитентов ценных бумаг в цивилизованных условиях российского фондового рынка.

Для ценных бумаг корпоративных эмитентов существуют следующие требования[27]:

- осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг (проспекта эмиссии ценных бумаг, плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг);
- осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (за исключением российских депозитарных расписок, а также случаев размещения ценных бумаг или включения ценных бумаг в котировальные списки "В" и "И");
- эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;
- ценные бумаги приняты на обслуживание в расчетном депозитарии;
- ценные бумаги включены в список ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг.

[27] Более подробно о требованиях допусках  торгам см. Приложение 3.

Таким образом, российский рынок IPO прошел недолгую но стремительную эволюцию от небольших размещений на зарубежных площадках в условиях полного отсутствия какого-то бы то ни было адекватного регулирования и прецедентов до одного из самых крупных рынков IPO в мире. За это время накопился значительный опыт как и у самих компаний, прошедших процесс трансформации из частной в публичную, в части отношений с инвесторами, так и инвестиционных банков, которые научились работать с российским собственником, понимают мотивы им движущие и имеющиеся интересы. Национальное законодательство совершенствовалось по двум направлениям – упрощение процедуры дополнительной эмиссии для эмитентов и стимулирование развития внутреннего первичного рынка, как методом запретительных действий в отношении эмитента, так и созданием благоприятных условий. Однако, для воплощении мечты о превращении Москвы в финансовый центр Европы необходимо будет приложить еще множество усилий, как регуляторами финансовых рынков, так и самими участниками.

# Глава 2: Оценка размещения выпуска акций рынком: основные теоретические гипотезы в отражении российского рынка.

## 2.1 Ценообразование на рынке IPO.

Определение цены акций для размещения - один из самых неисследованных вопросов теории корпоративных финансов и один из самых противоречивых, так как всегда очень сложно определить то, сколько будет стоить компания при размещении, основываясь лишь только на информации из бухгалтерского учета. Многие исследователи на основе разных эмпирических данных приходят к совершенно противоположным выводам. Но все он сходятся в том, что данный процесс состоит из трех этапов[28]:

- определение ценового диапазона банками-организаторами;
- установление окончательной цены предложения;
- определение цены акции рынком на вторичных торгах.

Для оценки акций компаний, которая намеревается провести IPO как правило используются стандартные методы оценки. Используются известные методы дисконтирования денежных потоков и сравнительного анализа, но следует сделать скидку на то, что использование метода дисконтирования денежных потоков затрудняется в российских реалиях, так как российский рынок относится к развивающимся и это ставит под сомнение надежность прогнозов. Прогнозы, как известно достаточно важны при выходе компании на IPO, еще более они важны для компаний, которые характеризуются высокими темпами роста. Сравнительный метод тоже имеет свои недостатки, так как отсутствует достаточное количество торгуемых сравнимых аналогов. Затратный подход, сфера применения которого и без того узка, при оценке не используется, хотя бы потому что размещающаяся компания имеет значительные перспективы роста, которые не находят никакого отражения в данном подходе, основанном преимущественно на ретроспективных данных.

[28] Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции./М.: Инфра-М, 2001. – с. 448.

Весь этап ценообразования можно разделить на три этап: индикативной оценки - определения ценового диапазона (впоследствии индикативная оценка уточняется в ходе комплексной проверки (duediligence)), предварительная оценка компании, окончательная цена размещения, которая устанавливается на переговорах между эмитентом и привлеченными инвестиционными банками. При размещении акций у компании-эмитента возникает проблема выбора инвестиционного банка, который будет заниматься размещением акций компании. Чаще всего, размещением акций занимается не один банк, их количество может доходить до десяти. Если размещение проводит несколько андеррайтеров, образующих синдикат, то один из андеррайтеров, выполняющий функцию организатора размещения представляет других андеррайтеров и состоит в договорных отношениях с эмитентом.

Синдикат андеррайтеров – временное объединение инвестиционных компаний и банков, организующих размещение выпуска ценных бумаг в интересах эмитента и согласовавших условия участия в синдикате в части выполняемых функций и получаемой прибыли. Синдикат андеррайтеров также иногда называют эмиссионным синдикатом или группой покупки. Эмиссионный синдикат создается лишь на время подготовки IPO или облигационного займа. А инвестиционные банки могут одновременно участвовать в нескольких синдикатах, выполняя самые разные роли[29].

После того как компания эмитент выбрала инвестиционный банк(и), который будет заниматься размещением ее акций начинается индикативная оценка акций самим банком. Чаще всего, при определении индикативной цены акций используется сравнительный подход. В российской практике это происходит следующим образом: составляется подборка компаний развитых, развивающихся и российского рынков, по каждой из данных подгрупп вычисляются мультипликаторы, на основе которых будет проводиться

[29] Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

оценка, и затем исходя из экспертного мнения или путем простого взвешивания определяется индикативная стоимость бизнеса. В идеальном варианте, при выборе компании-аналога стоит ориентироваться на размер компании и перспективы роста, рентабельность, ассортимент выпускаемой продукции, основные риски, взаимодействие с контрагентами.

Проблема выбора компании-аналога стоит достаточно остро, так как бывают ситуации когда компания имеет несколько направлений бизнеса и становится затруднительным найти такой же холдинг, торгуемый на бирже. В такой ситуации целесообразно разделить весь бизнес компании по направлениям (даже если сама компания структурирует и разделяет бизнес иначе) и подбирать аналоги по каждому направлению, оценивая таким образом различные подразделения[30]. Сложив стоимость каждого подразделения, мы получим итоговую стоимость бизнеса.

Мультипликаторы, которые используются для оценки бизнеса, можно разделить на две группы[31]:

- мультипликаторы общего применения: применимы к любой компании вне зависимости от отрасли, в которой она ведет свою деятельность. Среди этих мультипликаторов чаще всего используются P/E, EV/Sales, EV/EBITDA, P/BV;

- отраслевые мультипликаторы: вычисляются для компаний, действующих в определенной отрасли, например, P/NAV для девелоперов, P/subscriber - для интернет-провайдеров и сотовых операторов, P/запасы и P/Резервы - для добывающих компаний.

В конечном счете конкретные мультипликаторы для оценки корректируются и рассчитываются на основе экспертного мнения инвестиционных банкиров. Например, можно скорректировать полученные мультипликаторы по аналогам, если основываться на возможных

[30] Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.
[31] Чиркова Е., "Как оценить бизнес по аналогии",/Альпина Бизнес Букс, 2009 г. – с. 95.

перспективах роста компаний, не находящего отражения в мультипликаторах по зрелым торгующимся компаниям.

Как отмечалось выше, весь процесс ценообразования объединяет в себе три под этапа. Диапазон цен размещения определяется в ходе процесса due diligence. В процессе due diligence андеррайтер и аудитор проводят оценку компании и устанавливают диапазон цен предложения акций. Этот ценовой диапазон указывается в черновом варианте проспекта эмиссии акций. Проспект далее рассылается потенциальным инвесторам, а компания совместно с инвестбанком начинает процесс road show, в ходе которого происходит реклама самой компании и предстоящего выпуска акций[32]. Российские компании имеют одинаковый маршрут городов, в которых проводится road show. К этим городам относятся следующие: Нью-Йорк, Лос-Анджелес, Бостон, Женева, Цюрих, Лондон. Выбор именно этих городов обусловлен тем, что в них базируются крупнейший инвестиционные фонды: Black Rock, Bain Capital, Julius Bayer и т. д. Одновременно с road show, андеррайтер приступает к приему заявок и пытается получить информацию о существующем спросе.

После закрытия приема заявок накануне размещения компания и андеррайтер устанавливают окончательную цену предложения, которая и является ценой размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. Данная цена устанавливается путем анализа собранных заявок андеррайтером. Все заявки подаются в диапазоне цен, установленных андеррайтером. В заявке указывается количество акций и цена, по которой готовы приобрести инвесторы. Чаще всего, количество заявок превышает объем предложения и перед синдикатом инвестиционных банков возникает дилемма: кому сколько дать. Как отмечалось выше, при размещении акций принимают участие несколько инвест банков и все они стремятся удовлетворить нужды своих клиентов и соответственно настаивают на том,

[32] Asquith D., Jones J., Kieschnick R. Evidence on Price Stabilization and. Underpricing in Early IPO Returns // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 1759 - 1773.

чтобы им достался самый большой кусок пирога. Тут уже играет роль, кто чем занимается во время размещения. Условно выделяют следующих участников размещения.

Организатор (Global Coordinator) — сторона, выбранная эмитентом для организации и координации всего процесса размещения акций. Понятие синонимично термину Лид-менеджера, но используется в более крупных размещениях. Чем занимается инвестиционный банк, являющийся глобальным координатором? В общем говоря, он управляет всем процессом размещения, координирует действия эмитента и всех консультантов, организует сотрудничество с биржами и депозитариями, разрабатывает структуру сделки, курирует или проводит комплексную оценку бизнеса и финансового состояния компании, составляет и выпускает проспект эмиссии и инвестиционный меморандум, организует аналитическое освещение IPO, организует роад-шоу. Часть функций может быть передана и другим банкам[33].

Менеджер книги заявок (Bookrunner) – банк, ведущий прием заявок на покупку акций.

Со-ведущие менеджеры (Co-lead-managers) – инвестиционные банки, помогающие ведущему организатору в осуществлении подписки на акции, размещении, а также проведении комплекса работа по финансовому анализу компании, работе с эмитентом и другими консультантами, проведение road-show.

Со-менеджер (Co-manager) - инвестиционные банки и брокерские компании – участвующие в распространении акций среди инвесторов и оформлении подписки и принимающие на себя риски по андеррайтингу. Главным назначением со-менеджеров является создание дополнительного спроса на акции.

Наиболее привлекательна роль менеджера книги, который может

[33] Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г.

диктовать свои условия при аллокации акций. Считаю необходимым остановится более подробно на этом процессе, так именно это этап является основным при размещении акций, так как на нем определяется конечная цена размещения, а также выявляются все удовлетворенные заявки. Существуют различные подходы к распределению акций между клиентами. Изменение количества эмитированных акций - это один из способов удовлетворения непокрытого изначального спроса, однако применение подобной схемы достаточно ограничено по вполне понятным причинам. Когда все условия эмиссии согласованы, а эмитент не намеревается менять параметры выпуска, аллокация при переподписке осуществляется либо дискретным, либо недискретным способом[34].

Не дискретная аллокация осуществляется либо на основе пропорционального сокращения размещаемых акций, либо путем распределения акций по жребию. Компромисс между тем или иным способом аллокации связан прежде всего с отношениями с инвесторами. Встает вопрос, что лучше - разочаровать нескольких инвесторов и сильно или немного, но всех. Поведение инвесторов, недополучивших акции на вторичном рынке, не так однозначно, как не получивших вовсе. Вероятно, не получившие акции будут стремиться приобрести их на вторичном рынке, тогда как часть недополучивших может попытаться их продать, чтобы зафиксировать прибыль.

Инвесторов, среди которых размещаются акции, можно условно разделить на долгосрочных инвесторов, среднесрочных инвесторов и краткосрочных инвесторов (спекулянтов). Как правило, банку известны характеристики большинства фондов, однако для своих целей он может разбивать инвесторов и на большее количество групп, отражающих оттенки обозначенных качеств.

Букраннер оценивает инвесторов не только исходя из сложившихся

[34] Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

отношений, но и по специфике заявок, поданных на конкретное размещение. Для букраннера более информативны заявки с ограничением и пошаговые заявки, которые помогают точнее определить спрос. Более показательны также заявки, поданные раньше, - в условиях горячего рынка более поздние заявки могут быть связаны с растущим ажиотажем на рынке и не отражать реальных предпочтений инвесторов.

Несмотря на то, что оценку акций компаний перед IPO проводит авторитетный инвестиционный банк, а иногда в этом принимают участие несколько таких банков, всегда есть риск того, что акции будут неправильно оценены. Так случается практически всегда, после размещения акций, их котировки взлетают в разы. В инвестбанковских кругах такую ситуацию называют left money on the table, подразумевая то, что банк ошибочно оценил акции эмитента до их размещения. Так что же может влиять на мнение инвестбанкира и почему они допускают такие ошибки? На это вопрос существует ответ в нескольких теориях:

- **Инвесторы лучше компании-эмитента информированы о состоянии спроса на IPO**

Гипотеза "проклятия победителя" (thewinner'scursehypothesis). Наиболее известной асимметричной моделью является модель "проклятие победителя" К. Рока (1986 г.)[35], которую можно рассмотреть как частный случай проблемы "рынка лимонов" Акерлофа. К. Рок предполагает, что часть инвесторов лучше других осведомлены об истинной стоимости предложения, чем все инвесторы вместе взятые, компания-эмитент или инвестиционный банк. Наглядный пример такого поведения можно было лицезреть при размещении акций социальной сети Facebook. Многие инвесторы обвиняют организаторов размещения в том, что они предоставляли информацию о деятельности компании, которая была доступна не всем. Это способствовало осуществлению коротких продаж, что вылилось в многомилионные доходы осведомленных лиц.

[35] Rock K. Why New Issues Are Underpriced // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 187 - 212.

Данная гипотеза основана на информационной асимметрии и подразумевает существование двух типов инвесторов - информированных и неинформированных. Соотношение числа малоинформированных и информированных инвесторов во многом определяется условиями выпуска, в том числе способом размещения. Инвесторы обладают разной информацией относительно перспектив компаний, потенциала роста стоимости акций в силу определенных причин - региональной или отраслевой специализации инвестора, личных заблуждений менеджмента и качества аналитических прогнозов. Можно предположить, что информационная асимметрия возникает в случае, когда некоторые инвесторы в силу различных причин имеют возможность получить конкурентное преимущество перед остальными благодаря информации о состоянии отрасли, знаниям фундаментальных основ экономики, интуиции.

- **Компании-эмитенты лучше инвесторов информированы о своем инвестиционном качестве**

Гипотеза сигнализирования (the signalling hypothesis)[36]. Очень часто, компания сама стремится при размещении. Это делается для того, чтобы в последствии провести вторичное размещение по более высокой цене. Многи инвесторы подумают, что компания, также как при IPO, недооценит свои акции, и они предъявят на дополнительную эмиссию повышенный спрос. Другими словами, недооценка IPO служит для инвесторов сигналом возможной недооценки будущего вторичного размещения. Нередко компании изначально планируют такую стратегию: сначала проводят IPO, занижая цену предложения, а затем вторичное размещение, но уже по рыночной цене, стремясь привлечь тем самым больше средств.

[36] Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.

- **Андеррайтеры лучше компании-эмитента информированы о состоянии спроса на IPO**

Гипотеза монопсонии инвестиционного банка (the investment banker's monopsony power hypothesis)[37]. Данная теория основывается на том, что андеррайтеры имеют наилучшее представление о рыночной конъюнктуре и могут гораздо лучше определить цену на акции чем кто-либо другой А исходя из того, что проведение IPO достаточно дорогостоящий процесс они предпочитают сэкономить средства и усилия, искусственно занизив цену нового выпуска, если они знают, что спрос на него и так будет велик.

В такой ситуации, компания-эмитент может снизить вероятность возникновения данной проблемы путем повышения комиссионных отчислений организатору выпуска. Перед андеррайтером встает достаточно сложный выбор: использовать преимущество владения информацией о рыночном спросе и занизить цену выпуска либо установить цену выпуска, которая удовлетворяет клиента более всего. Тут все будет решать размер комиссионных. Если они будут достаточно высоки, то организаторы торгов будет не выгодно специально занижать цену.

- **Теории, основанные на институциональных предпосылках**

Также имеют место теории, обосновывающие причину недооценки акций при IPO, основанные на институциональных предпосылках.

Гипотеза избежания судебных исков (the lawsuit avoid ance hypothesis)[38]. В США частота и серьезность возможных будущих судебных исков может быть сокращена путем занижения цены предложения, так как только инвесторы, понесшие убытки, могут претендовать на их возмещение. Но изменение цены IPO выглядит слишком дорогим способом снижения вероятности будущих судебных исков. Более того, в других странах, где не

[37] Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.
[38] Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.

существует судебных исков о нарушении законодательства по ценным бумагам, например в Финляндии, цены IPO занижаются так же, как и в США.

Ранние объяснения данной гипотезы можно обнаружить в работах Logue (1973) и Ibbotson (1975). Tinic (1988), Hughes и Thakor (1992) и Hensler (1995) утверждали, что судебные процессы являются достаточно дорогостоящими для ответчиков не только непосредственно - убытки, юридические выплаты, потери рабочего времени менеджмента и т.д., но также и в терминах потенциального ущерба для их репутации: склонные к судебным рискам инвестиционные банки могут потерять регулярных инвесторов.

## 2.2 Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO.

В настоящее время в листинги крупнейших бирж США входят акции около 8 тыс. эмитентов (из которых более 800 - коммерческие банки)[39]. Только за период 1980-2011 гг. в США IPO провели 442 коммерческих банка. К торгам на биржах допущены такие кредитные организации, как Bank of New York (NYSE), Doral Financial (NYSE: DRL), Key Corp (NYSE: KEY), Bank of the Ozarks (NASDAQ: OZRK).

В настоящее время в США, к IPO прибегают не только крупные коммерческие банки, но и совсем небольшие кредитные организации, действующие в рамках отдельных штатов. Так, "Банк 1440" (название символизирует предоставление банковских услуг круглосуточно, так как день состоит из 1440 минут), специализирующийся на кредитовании малого и среднего бизнеса, в 2007 г. увеличил собственный капитал на 25 млн. долл. путем продажи акций 700 инвесторам (каждый купил около 250 акций стоимостью 10 долл. каждая). Расходы на рекламу составили около 80 тыс. долл[40]. "Банк Бирмингем" (штат Мичиган, США), занимающийся

[39] Официальный сайт Нью-Йоркской фондовой биржи «NYSE» - http://usequities.nyx.com/listings
[40] Официальный сайт банка - «1440» http://www.bank1440online.mobi/About/AboutBank1440/tabid/66/Default.aspx

кредитованием малого и среднего бизнеса, планировал привлечь в ходе IPO 13-18 млн. долл., в результате сбор средств превзошел максимальную цель: лишнее количество, почти 500 тыс. долл., было возвращено подписчикам. ChoiceBank (США) также вместо необходимых 14,8 млн. долл. в результате IPO привлек 21,6 млн. долл[41]. Исходя из этого можно сделать вывод о том, что публичное размещение акций является более привлекательным способом привлечения средств, нежели все остальные.

Столь широкое распространение IPO в качестве источника привлечения инвестиций объясняется более отчетливой приверженностью риску розничных инвесторов. Так, в соответствии с результатами исследования 2002 г., опубликованного NYSE, доля акционеров - физических лиц в США, принимающих уровни риска выше среднего, составляет более 25%; для сравнения - по данным исследования Национального Агенства Финансовых Исследований (НАФИ), проведенного в конце марта 2008 г., только 5% населения России склонно к принятию высоких рисков. Надо отметить, что даже меры Банка России, направленные на совершенствование регулирования размещения и обращения акций кредитных организаций и способствующие созданию более приемлемых условий для осуществления IPO, не привели в России к значительному увеличению количества банков, осуществивших первоначальное публичное предложение акций, наблюдавшемуся в Китае и странах СНГ в 2006-2011 гг.

В 2007 г. Сбербанк, ВТБ и банк "Санкт-Петербург" провели IPO[42]. Анализ первоначальных публичных предложений акций коммерческих банков России показал, что среднее значение показателя "начальная доходность акций" как одного из индикаторов успешного предложения составило примерно 5% (табл. 2), что существенно уступает значению данного показателя на американском рынке IPO (15-18%). Таким образом, требуются построение и теоретическое обоснование модели использования

[41] Официальный сайт Нью-Йоркской фондовой биржи «NYSE» - http://www.nyse.com/about/listed/IPO_Index.html

[42] Тютюнник А., Российская банковская система после кризиса// "Банковское обозрение", № 5/8, май 2009 г.

IPO в качестве метода повышения капитализации кредитных организаций России; при этом, если процедура эмиссии акций коммерческих банков регулируется нормативно-правовыми актами, то вопросы определения готовности коммерческого банка к IPO и управления рисками IPO требуют более глубокой научной проработки.

**Таблица 2**. *Итоги первоначальных публичных предложений акций коммерческих банков Российской Федерации*

| Компания-эмитент | Дата IPO | Диапазон цены предложения | Цена предложения | Цена закрытия в первый день | Цена закрытия (1 месяц) |
|---|---|---|---|---|---|
| Сбербанк (Россия) | 21.02.2007 | 89 тыс. руб. | 89 тыс. руб. | 92,5 тыс. руб. | 91 тыс. руб. |
| ВТБ (Россия) | 11.05.2007 | 7-13 коп. | 13,6 коп. | 17,5 коп. | 14 коп. |
| Банк "Санкт-Петербург" | 02.11.2007 | 4,35-5,65 долл. | 5,4 долл. | 5,6 долл. | 5,15 долл. |
| Источник: составлено и рассчитано автором на основе IPO PIONEERS 3. Featuring Russian, Ukrainian and Kazakh Companies. | | | | | |

Согласно исследованию компании Ernst&Young[43], проведенному совместно с Гарвардским университетом, основополагающим фактором, определяющим успех IPO (привлечение капитала в достаточном количестве), является уровень его подготовки с точки зрения инвестора, то есть, по сути, учет интересов потенциальных акционеров, заключающихся в повышении капитализации кредитной организации. На практике, как правило, происходит оценка возможности размещения акций на бирже по формальным признакам: соответствие организационно-правовой формы, выполнение требований допуска к торгам на выбранной фондовой площадке; при этом практически не учитываются инвестиционная привлекательность, вероятность разместить не просто минимальное количество ценных бумаг, а весь объем предлагаемых акций по цене, приближенной к верхней границе определенного диапазона.

[43]Ли-Симс Д. «Глобализация. Международное исследование тенденций в области IPO» 2007 // www.ey.com

В основе диагностики возможности проведения первоначального публичного предложения акций, могут лежать выявление, оценка и прогнозирование влияния факторов на изменение рыночной капитализации коммерческого банка, на основе которых была предложена методика оценки готовности кредитной организации к IPO, базирующаяся на концепции сбалансированной системы показателей (BalancedScorecard, BSC), разработанной в 1992 г. под руководством Д. Нортона и Р. Каплана[44].

После определения стратегических целей по основным аспектам деятельности банка и построения причинно-следственных связей между ними необходимо выявить факторы и соответствующие им показатели деятельности с их целевыми значениями, на базе которых будут рассчитываться интегральный показатель уровня готовности коммерческого банка к IPO и разрабатываться схема IPO.

Расчет интегрального показателя (рейтинга) уровня готовности коммерческого банка к IPO (R) осуществляется по формуле[45]:

$$R=\sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_i\left(1-\omega_i\right)^2},$$

где $\omega_i$ - нормированное значение i-показателя;

$p_i$ - его весовой коэффициент (устанавливается экспертным путем на основании влияния фактора, которому соответствует данный показатель, на рыночную капитализацию банка).

Нормированные значения показателей факторов, влияющих на рыночную капитализацию банка, рассчитываются по формулам (2) и (3) для индикаторов, характеризующих соответственно прямой эффект (рост в динамике рассматривается как положительная тенденция) и обратный эффект (уменьшение значения в динамике - благоприятная тенденция):

[44] Коупленд Т., "Стоимость компаний. Оценка & управление",/Олимп-Бизнес, 2008 г. – с.103.
[45] Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г.

$$\omega_i = 1 - \frac{x}{x_n}, \quad (2)$$

$$\omega_i = 1 - \frac{x_n}{x}, \quad (3)$$

где x - фактическое значение i-показателя;

$x_n$ - целевое значение i-показателя;

$\omega_n$ - нормированное значение i-показателя.

***Уровни готовности коммерческого банка к IPO***

В зависимости от полученного значения интегрального показателя банк можно отнести к одному из следующих уровней готовности к IPO:

1) 0,00-0,49 - низкий;

2) 0,50-0,99 - средний;

3) 1,00 и более - высокий[46].

Уровень готовности коммерческого банка к осуществлению IPO считается высоким в том случае, когда он удовлетворяет всем обязательным требованиям IPO (соблюдаются нормы корпоративного управления, отсутствуют убытки, составляется годовая финансовая отчетность по стандартам IFRS или US GAAP) и характеризуется высокой инвестиционной привлекательностью (имеет высокие показатели рентабельности, занимает значительную долю рынка и т.п.). Кредитной организации с высокой степенью готовности к IPO остается решить задачи, непосредственно связанные с оформлением размещения акций на бирже и предоставлением соответствующей документации в регулирующие органы, минимальный срок выполнения которых составляет в среднем шесть месяцев.

Средний уровень готовности к IPO предполагает возможность выполнения всех обязательных требований при средней инвестиционной

[46] Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г.

привлекательности. В дополнение к перечисленным для коммерческого банка с высокой готовностью к IPO задачам добавляется комплекс работ этапа подготовки к размещению акций, в частности повышение инвестиционной привлекательности. Временные затраты на подготовку к IPO составят около года.

Под низким уровнем готовности понимается такое состояние коммерческого банка, при котором существует вероятность невыполнения обязательных требований IPO, а его инвестиционная привлекательность является низкой. Если значение интегрального показателя находится ближе к нижней границе интервала 0,00-0,49, то потенциал увеличения инвестиционной привлекательности не ясен, верхняя граница свидетельствует о существовании возможности повышения уровня готовности до среднего. Кредитной организации с низким уровнем готовности к IPO необходимо разработать программу создания эффективной системы корпоративного управления, а также план изменений, обеспечивающий повышение конкурентоспособности и динамичное развитие банка. Минимальный срок проведения подобных мероприятий составит не менее двух лет.

Положительная динамика значения интегрального показателя рейтинговой оценки уровня готовности коммерческого банка к IPO свидетельствует о повышении степени готовности кредитной организации к предложению акций (ее инвестиционной привлекательности) в отчетном периоде по сравнению с предыдущим, то есть увеличение значения интегрального показателя рейтинговой оценки уровня готовности коммерческого банка к IPO рассматривается как положительная тенденция (при прочих равных условиях) и наоборот[47].

[47] Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г.

***Интеграция BSC в управленческие системы***

Построение BSC предполагает, что такой процесс является не разовым, а непрерывным и последовательным. Коммерческому банку необходимо интегрировать разработанную сбалансированную систему показателей в процесс подготовки к IPO путем увязки с системами управленческого учета и отчетности для постоянного мониторинга степени готовности, чтобы:

- отслеживать результаты и эффект от осуществляемой деятельности;
- своевременно определять успехи (неудачи) и корректировать свою деятельность;
- осуществлять сравнительный анализ, выявлять тенденции;
- планировать свою деятельность с учетом достигнутых результатов.

Квартальная оценка степени готовности, интеграция сбалансированной системы показателей в процессе подготовки к IPO в систему отчетности, IT-поддержка составляют основу предлагаемой системы мониторинга возможности реализации кредитной организацией первоначального публичного предложения акций, а также системы управления рисками IPO, под которыми понимается вероятность недополучения дохода (в результате размещения акций среди инвесторов по цене ниже рыночной или неразмещения ценных бумаг в необходимом объеме (менееустановленного обязательного процента)) или потенциально возможной потери (дополнительного расхода на организацию IPO) при осуществлении данной процедуры.

В качестве приоритетных мер повышения эффективности реализации первоначального публичного предложения акций российскими коммерческими банками можно обозначить осуществление риск-менеджмента IPO на уровне кредитной организации, включающего идентификацию и анализ факторов рисков (в соответствии с этапами IPO); выбор методов управления рисками в зависимости от влияния выявленных факторов; мониторинг результатов и разработку рекомендаций по совершенствованию системы управления рисками (на последующих

этапах).Анализ основных подходов к минимизации неблагоприятного влияния факторов риска IPO и их финансовых последствий позволяет выделить ряд общих методов управления специфическими рисками IPO (риск упущенной выгоды, риск снижения доходности, риск прямых финансовых потерь), базирующихся на классических приемах: уклонение от риска, его минимизация собственными усилиями за счет проведения превентивных мероприятий или передача сторонним организациям.

Принимая во внимание влияние внешних факторов, следует отметить необходимость совершенствования государственной политики в области регулирования эмиссии ценных бумаг кредитными организациями и обеспечения необходимых условий для привлечения отечественных и иностранных инвестиций с целью увеличения эффективности реализации первоначального публичного предложения акций российскими коммерческими банками, что позволит повысить их финансовую устойчивость и конкурентоспособность банковской системы РФ в целом.

***Особенности системы показателей оценки готовности к IPO коммерческого банка***

В таблице 3 представлен пример построения системы оценки готовности коммерческого банка к IPO на основе BSC.

**Таблица 3.** *Система показателей оценки готовности коммерческого банка к IPO*[48]

| Аспекты деятельности | Операционная деятельность | | Финансовая и инвестиционная деятельность | Инновационная деятельность |
|---|---|---|---|---|
| Стратегические цели | Имущественное обеспечение бизнеса | Положительная репутация банка | Повышение доходности бизнеса | Экономический рост и дальнейшее развитие |
| Факторы капитализации | Собственный капитал (формирует нижнюю планку в стоимости компании) | Нематериальные активы (около 10% от общей капитализации компании при IPO) | Доходность (обеспечивает 80% рыночной стоимости) | Перспективы (формируют дополнительную рыночную капитализацию банка в размере 10%) |
| Ключевые показатели деятельности и их целевые значения | Обязательные нормативы ЦБ РФ: Н1 (> 10%), Н2 (> 15%), Н3 (> 50%), Н4 (< 120%), доля просроченной задолженности (< 2%) | Индекс транспарентности (уровень информационной прозрачности) (80%) | ROA (более 3%), ROE (более 20%) | Доля на рынке (20-25%), рост компании (15-20%) |
| **Примечание:** ROA - коэффициент рентабельности активов; ROE - коэффициент рентабельности собственного капитала; Н1 - норматив достаточности собственного капитала коммерческого банка; Н2 - норматив мгновенной ликвидности банка; Н3 - норматив текущей ликвидности банка; Н4 - норматив долгосрочной ликвидности банка. | | | | |

В предлагаемой методике оценки готовности коммерческого банка на основе сбалансированной системы показателей выделяются следующие факторы капитализации и соответствующие им показатели с целевыми значениями:

1. Имущественный комплекс (значение показателя собственного капитала и его динамика). Данный показатель может рассматриваться в качестве нижней границы стоимости кредитной организации, с позиции акционеров это минимальная цена. В качестве ключевых показателей данного фактора рыночной капитализации кредитной организации выступают: норматив достаточности собственных средств (капитала) коммерческого банка Н1, установленный Банком России (минимальное значение 10%), а также нормативы мгновенной (Н2), текущей (Н3), долгосрочной (Н4) ликвидности в целях контроля за состоянием ликвидности

[48] Толстель М.С. Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г.

банка, то есть его способности обеспечить своевременное и полное выполнение своих денежных и иных обязательств, вытекающих из сделок с использованием финансовых инструментов.

2. Нематериальные активы (положительная репутация среди инвесторов) - информационная открытость компании, уровень корпоративного управления - обеспечивают около 10% от общей капитализации организации при проведении предложения акций. Начиная с 1999 г. количество исследований на тему величины вклада хорошего корпоративного управления в стоимость компании значительно возросло как в России (ГУ-ВШЭ)[49], так и за рубежом. Все они показывают, что размер премии, которую инвесторы готовы платить за хорошее корпоративное управление, в разных странах неодинаков, но представляет собой значительную величину (в США и Великобритании - 18%, Италии - 22%, Индонезии - 27%). По результатам опроса инвестиционных банков средний размер наценки на акции компаний с эффективным корпоративным управлением для России составляет примерно 30% от стоимости акции.

Международное рейтинговое агентство Standard&Poor's начиная с 2002 г. проводит ежегодные исследования информационной прозрачности российских компаний, в том числе коммерческих банков. Исследование информационной прозрачности построено на оценке полноты раскрытия информации, то есть полного объема легкодоступной информации по важнейшим параметрам операционной деятельности, эффективности и механизмам корпоративного управления в компании. По результатам исследования рассчитывается индекс транспарентности по каждому направлению оценки и по каждой компании-участнику, среднее значение которого характеризует уровень информационной прозрачности в отечественной банковской системе.

3. Доходность лежит в основе рыночной капитализации компании и обеспечивает 80% рыночной стоимости. Ключевыми показателями данного

[49] Федеральный Образовательный Портал ЭСМ, http://ecsocman.hse.ru/.

фактора, влияющего на рыночную капитализацию коммерческого банка, являются:

- ROA - чистая прибыль/совокупные активы - рентабельность активов (более 3%);

- ROE - чистая прибыль/собственный капитал - рентабельность собственного капитала (более 20%), рассчитанные как средние значения за период.

4. Инновационная деятельность - важнейший фактор повышения стоимости кредитной организации - формирует дополнительную рыночную капитализацию коммерческого банка в размере 10-15%[50]. Это объясняется тем, что только непрерывное совершенствование услуг и бизнес-процессов банка обеспечит ему устойчивое конкурентное преимущество в будущем. С точки зрения влияния банковских инноваций на текущий финансовый результат эти направления деятельности являются затратными. Они приводят к принятию повышенных рисков, но без них невозможно обеспечить будущий рост, который зависит от умения удержать и укрепить завоеванные рыночные позиции.

В связи с тем что инвесторы заинтересованы в тех вложениях, которые обеспечивают им не только сохранение средств, но и их приумножение, компания должна занимать значительную долю на рынке (порядка 20-25%), позволяющую характеризовать ее как крупного игрока и привлекать к ней внимание инвесторов; также должна присутствовать положительная динамика развития банка. В среднем ежегодный рост компании в преддверии размещения должен составлять по крайней мере 15-20%, только такая динамика будет способствовать появлению интереса со стороны инвесторов, что, в конечном счете, позволит осуществить успешное IPO.

Предлагаемая система показателей оценки готовности кредитных организаций к IPO является довольно гибкой и допускает включение новых

[50] Дамодаран А., "Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов",/Альпина Бизнес Букс, 2008 г. – с. 348.

показателей, дополняющих количественные и качественные параметры банковской деятельности, а также отражающих специфику деятельности отдельных кредитных организаций. Единственным условием объективного и достоверного применения данной системы показателей является ее адекватная унификация в рамках анализируемой территории и использование данных за один период.

Целевые значения ключевых показателей целесообразно определять методом "идеального предприятия", а точнее, модификацией данного метода - методом "удачливого конкурента". Его основное отличие заключается в том, что базой расчета для получения рейтинговой оценки являются не субъективные предположения эксперта, а сложившиеся в реальной ситуации наиболее высокие результаты из всей совокупности сравниваемых объектов. Эталоном сравнения является самый удачливый конкурент, у которого все показатели наилучшие.

## 2. 3 Выбор биржи

Глобализация рынков капитала, начавшаяся в 80-х годах прошлого века, привела к росту числа международных IPO. Одним из определяющих решений для компании, банка или иного юридического лица на стадии подготовки к процессу проведения IPO является выбор фондовой биржи, где будет проведено размещение её акций. Биржи различаются по нормам и стандартам регулирования, по требованиям к эмитентам, техническими параметрами, системой отчетности. Выбор биржи играет достаточно важную роль при размещении, так как эмитенту стоит выбрать не только ту биржу, которая будет соответствовать их целям, но и будет способствовать росту их привлекательности у инвесторов.

Осуществляя выбор подходящей фондовой биржи для проведения IPO, компания - эмитент должна учитывать различные факторы, среди которых можно выделить следующие[51]:

[51] Балашов В.Г., «IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии»,/Дело, Академия народного хозяйства, 2008 г.

- Затраты, которые придётся понести на соблюдение нормативно - законодательных требований при размещении на данной площадке;
- Требования к корпоративному управлению;
- Ликвидность рынка;
- Местонахождение ключевых инвесторов;
- Стоимость капитала;
- Географическое положение фондовой биржи;
- Размеры компании;
- Сроки, которые потребуются для проведения размещения;
- Отраслевую структуру рынка;
- Насколько престижно размещаться на данной фондовой бирже, получила ли она признание мирового инвестиционного сообщества.

В *Приложении 4* приведены основные положительные и отрицательные стороны различных фондовых бирж с привязкой к вышеуказанным факторам.

В настоящее время Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange – LSE) является привлекательной площадкой для компаний из стран СНГ. Данная площадка имеет ключевое значение для размещений российских компаний. Для IPO компаний небольшого размера успешно действует вторая площадка LSE – рынок альтернативных инвестиций (Alternative Investment Market - AIM). Однако с развитием европейского фондового рынка, в том числе и российского, акцент начинает смещаться в пользу российских площадок, но и не только их. В настоящее время большой популярностью пользуется Варшавская фондовая биржа. Многие украинские компании небольшой капитализации предпочитают данную биржу ее западноевропейским конкурентам. Варшавская фондовая биржа – один из наиболее динамичных IPO-рынков в Европе благодаря направленности правительственной политики на создание регионального Центрально-Европейского финансового центра.

Но, несмотря на то, что у известных европейских площадок появляются конкуренции, они все же остаются пока самыми привлекательными. Самыми популярными остаются фондовые площадки Великобритании. Данные площадки отличаются высокой ликвидностью, и одновременно с этим в сравнении с площадками США они менее жёстко регулируются, что делает осуществление листинга в Лондоне более дешёвым и быстрым (см. *Приложение 5* касательно стоимости услуг фондовых бирж при проведении IPO). В 2007 году на Лондонской фондовой бирже было зарегистрировано рекордное число международных размещений акций, как на основной площадке, так и на рынке альтернативных инвестиций (AIM). 2007 год также был и рекордным для российских компаний по общему объему размещений.

Рассмотрим подробнее размещения на Лондонской фондовой бирже. Компании, осуществляющие деятельность в регионе СНГ, используют следующие инструменты[52]:

- Листинг на основном рынке (Main Market) – акции;
- Листинг на основном рынке (Main Market) – депозитарные расписки;
- Рынок альтернативных инвестиций (AIM) – акции.

*Листинг акций на основном рынке.* В 2004 году впервые компания из СНГ – Kazakhmys PLC («Казахмыс») – прошла листинг акций на основном рынке Лондонской фондовой биржи. Все предыдущие размещения были либо в форме депозитарных расписок, либо на рынке альтернативных инвестиций[53].

По сравнению с размещением депозитарных расписок, листинг акций даёт больше возможностей с точки зрения роста ликвидности. После проведения IPO капитализация «Казахмыс» выросла вдвое, также позже

[52] Геддес Р., «IPO и последующее размещение акций»,/ Олимп - Бизнес, 2008. – с. 95.
[53]Лондонская фондовая биржа //www.londonstockexchange.com

акции компании вошли в расчет британского фондового индекса «голубых фишек» FTSE 100.

***Листинг депозитарных расписок на основном рынке.*** Большинство крупных IPO на основной площадке проводится в форме депозитарных расписок на акции, что обусловлено меньшими в сравнении с листингом акций требованиями, в частности, касательно вопросов корпоративного управления. Соответственно, подготовка к выпуску депозитарных расписок может занять меньше времени. Однако нужно понимать, что риски для инвесторов в этом случае будут больше, а поэтому и спрос на ценные бумаги может быть относительно ниже, чем при листинге акций.

***Рынок альтернативных инвестиций (AIM)*** является основной площадкой для размещения молодых и быстрорастущих компаний относительно небольшого размера. Часто эту площадку используют небольшие добывающие компании для привлечения средств на освоение новых месторождений.

Среди основных преимуществ AIM можно обозначить такие, как менее строгое регулирование и более упрощенная и оперативная процедура принятия заявок. (См. Таблицу 4). В случае если капитал необходимо привлечь очень быстро и провести IPO нужно в кратчайшие сроки (в течение нескольких недель), листинг на AIM становится реальной альтернативой привлечения венчурного или частного капитала. В то же время, для привлечения значительных ресурсов, компании выбирают основной рынок.

**Таблица 4**. *Основные отличия между Главным рынком и AIM*[54]

| Главный рынок | AIM |
|---|---|
| Регулируется Листинговым агентством Великобритании (UK Listing Authority - UKLA) | Регулируется Лондонской фондовой биржей |
| Утверждение регистрационных документов в Листинговом агентстве Великобритании (UKLA) | Обычно не требуется утверждение регистрационных документов Биржей или в Листинговом агентстве |
| Соответствие требованиям, установленным | В большинстве случаев для проведения |

[54] AIM: powering the companies of tomorrow // www.londonstockexchange.com

| | |
|---|---|
| Листинговым агентством Великобритании | сделок не нужно одобрение акционеров |
| Обычно должно пройти три года с момента Начала торгов акциями компании | Не требуется наличия истории торгов акциями |
| Минимум 25% акций в открытом обращении | Не требуется наличие минимального количества акций в открытом обращении |
| Для ряда сделок необходимо предварительное согласие акционеров | Наличие уполномоченного консультанта |
| Для ряда транзакций нужны поручители | |

Размещение акций на Лондонской бирже повышает доверие инвесторов и предоставляет гораздо более ёмкий рынок капитала при более низких операционных издержках, чем в США. Лондон манит российских эмитентов, потому что он ближе по времени, условия размещения там благоприятны для международных компаний, он стал домом для многих инвесторов с развивающихся рынков и крупных фондов, инвестирующих в Россию. Его ликвидность ничуть не хуже, чем в США, а нормативный режим более гибкий[55].

Фондовый рынок США считается одним из самых ликвидных и прозрачных в мире. Однако проведение IPO в США для компании – эмитента сопровождается высокими затратами на обеспечение соблюдения нормативных требований. За последние несколько лет (после ряда скандалов с участием крупных корпораций) были приняты более жёсткие стандарты отчётности, в частности, установленные законом Сарбейнса - Оксли, принятым Конгрессом США 23 января 2002 года.

Среди основных преимуществ размещения акций на Нью-Йоркской фондовой бирже для компаний - эмитентов из стран СНГ можно выделить следующие[56]:

- Признание факта соответствия компании, прошедшей листинг, самым высоким мировым стандартам раскрытия информации, отчётности и корпоративного управления.
- Доступ к крупнейшему финансовому центру.

[55] Ли-Симс Д. «Глобализация. Международное исследование тенденций в области IPO» 2007 // www.ey.com
[56] Лукашев А., «IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков»/ Альпина Бизнес Букс, 2008 – с. 156.

- Приведение финансовой отчетности компании - эмитента в соответствие с общепринятыми американскими принципами бухгалтерского учета, регистрация выпуска акций Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) и последующая торговля акциями на фондовых площадках США, позволяют ставить акции любой компании - эмитента из СНГ в сравнение с акциями аналогичных американских компаний, что позволяет получить наиболее точную и справедливую оценку стоимости бумаг.
- Большинство американских институциональных и частных инвесторов обязаны или же предпочитают приобретать только ценные бумаги, прошедшие листинг на фондовых биржах в США. Поэтому в случае успешного по времени размещения и в случае наличия интереса к компании со стороны упомянутых инвесторов, рыночная стоимость (капитализация) компании может заметно увеличиться. Кроме того, крупные инвестиционные фонды, специализирующиеся на развивающихся рынках, как правило, более заинтересованы в бумагах, зарегистрированных Комиссией по ценным бумагам и биржам США.
- Проведение листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже способствует повышению имиджа и узнаваемости компании на рынке США, что повышает спрос на её акции и их стоимость.

Нью-Йоркская фондовая биржа сотрудничает с Россией с момента проведения размещения акций компании «ВымпелКом» 15 ноября 1996 года. Последнее российское IPO провела на NYSE «Стальная группа «Мечел» 29 октября 2004 года[57]. Процедуру листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже прошли также «МТС», «ВиммБилльДанн». Компания «Ростелеком» также имела листинг на NYSE, однако в начале 2010 года была проведена процедура делистинга ввиду намерений компании провести реорганизацию.

[57] Официальный сайт Нью-Йоркской фондовой биржи «NYSE» - http://www.nyse.com/about/listed/lcddata.html?ticker=mtl

Самой крупной электронной биржей в США является NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). На ней более 3000 компаний[58] – больше, чем на любой другой бирже США, – и ежедневно торгуется в среднем больше акций, чем на какой-либо другой американской фондовой бирже. Компании, размещающие свои бумаги на NASDAQ, являются лидерами в своих отраслях бизнеса – таких, как: информационные технологии, розничная торговля, коммуникации, финансовые услуги, транспорт, СМИ и биотехнологии.

Компании, размещающие акции на NASDAQ, могут выбрать один из трех котировальных списков: Global Select, Global Market и Capital Market. В 2006 году NASDAQ реорганизовала список National Market, разбив его на Global Market и Global Select. В список Global Select могут попасть лишь компании, отвечающие самым жёстким критериям в отношении показателей своей финансовой деятельности. Список Capital Market предназначен для менее крупных компаний, стремящихся к привлечению капитала.

В списке Global Select Market биржи NASDAQ торгуются акции двух российских компаний – Golden Telecom и «СТС Медиа». Кроме того, свыше 35 российских компаний (в том числе «Ситроникс», «Аэрофлот», «Роснефть», «ВТБ», «Фармстандарт» и «ММК») прошли листинг на электронной торговой платформе PORTAL, открытой биржей NASDAQ для частных размещений в соответствии с правилом 144А.

Крупнейшей фондовой биржей по количеству проведенных сделок IPO в 2010 году стала биржа в Торонто – Toronto Stock Exchange[59]. За 2010 разместилось 333 компании, из которых 307 являются компаниями-резидентами.

Франкфуртская фондовая биржа (Frankfurter Wertpapierborse - FWB), оператором которой является компания Deutsche Bourse AG, расположена в самом сердце Европы и является одним из наиболее крупных и эффективно

[58]Официальный сайт биржи «NASDAQ» www.nasdaq.com
[59] Более подробную статистику по биржам различных регионов см. Приложение 6.

работающих мировых центров на рынке ценных бумаг. Листинг на бирже Deutsche Bourse, пул инвесторов которой в 2011 году на 60% состоял из иностранных компаний, обеспечивает участникам широкий доступ к мировому капиталу.

В 2007 году Deutsche Bourse открыла офис в Москве для того, чтобы стать ближе российским партнерам и российскому рынку и стала первой иностранной биржей, имеющей представительство в России. В 2007 году некоторые российские и украинские компании разместили свои акции на Франкфуртской фондовой бирже.

До недавнего времени российские компании предпочитали зарубежные рынки для проведения IPO. Сейчас статистика показывает, что Россия развивается в духе мировых тенденций, когда региональные компании выбирают локальные торговые площадки.

Основными сдерживающими факторами являются низкая ликвидность российского рынка, опасения компаний из-за возможности получения заниженной оценки стоимости своих бумаг, несовершенство законодательства и слабость отечественных институциональных инвесторов.

Российские торговые площадки возлагают большие надежды на новое законодательство и надеются привлекать отечественные компании для проведения IPO. Помимо требований законодательства, есть ряд других факторов, свидетельствующих в пользу увеличения числа размещений на внутреннем рынке. Издержки на проведение IPO и на процедуру листинга в России ниже, чем за рубежом (см. *Приложение 5*). Кроме того, местные компании хорошо известны отечественным инвесторам.

Группа ММВБ занимает центральное место в инфраструктуре российских рынков капитала, объединяя в рамках единой технологической платформы торговую и расчетную системы. В рамках Группы ММВБ действует ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» — ведущая фондовая площадка, на которой ежедневно идут торги по акциям и облигациям, действует на

основании лицензии фондовой биржи, выданной Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР).

В настоящее время Фондовая биржа ММВБ — одна из ведущих фондовых площадок в России и странах СНГ. По итогам 2009 года ФБ ММВБ отличают следующие характеристики[60]:

- Входит в двадцатку крупнейших фондовых бирж мира по объемам сделок с акциями – 0,5 трлн. долларов США в год;
- Лидер российского биржевого рынка - примерно 98% совокупного биржевого оборота в России;
- На ФБ ММВБ проходят торги по ценным бумагам 780 российских эмитентов, в том числе по акциям свыше 230 компаний, включая крупнейшие – ОАО «Газпром», ОАО «Ростелеком», ОАО «Сбербанк России», ОАО «Лукойл», ОАО «Роснефть» и другие с общей капитализацией около 300 млрд. долл. США.

С 2007 году ни одной сделки IPO на ФБ ММВБ проведено не было. При этом SPO провели более 15 компаний на общую сумму более 3000 млн. долл. США .

В соответствии с действующим законодательством, торговать акциями на фондовой бирже могут только российские компании, которые имеют соответствующую лицензию. Иностранные участники могут торговать российскими ценными бумагами либо как зарегистрированный клиент российских брокерских компаний, либо зарегистрировав дочернее предприятие, которое должно получить лицензию и стать участником соответствующего рынка РТС. Сейчас более 300 российских и иностранных компаний участвуют в торгах в РТС.

В отношении проспекта эмиссии можно сказать следующее: в этом документе содержится вся информация, характеризующая компанию, как привлекательный объект вложения средств. Основные разделы — данные об истории компании, описание ее бизнеса, ожидаемых перспектив и рисков,

[60] Официальный сайт объединенной биржи «ММВБ-РТС» - http://www.rts.micex.ru

связанных с инвестициями в данную компанию, и пр.[61] В нем также приведена характеристика параметров ценных бумаг, которые будут эмитированы, и направления использования дохода от их продажи.

Для выхода на международные фондовые биржи компаниям необходим сильный и надежный партнер. Для этой цели корпорациям следует проводить «IPO-смотрины» (Beauty Contests) – не только с целью выбора банковского консорциума, но и для выбора оптимальной площадки для листинга.

Достаточно часто при выборе международного рынка капитала компании концентрируют основное внимание на одном финансовом центре, забывая о том, что другие международные фондовые биржи предлагают намного более привлекательные условия для компаний из России и СНГ.

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

# Глава 3: Перспективы развития рынка IPO в России. Анализ IPO банка ВТБ.

## 3. 1 Особенности проведения IPO в России

Одной из основных особенностей при проведении размещений акций российскими компаниями является их переход к стадии публичного размещения минуя частные размещения. Это отличает их от западных компаний, которые, прежде чем предлагать акции инвесторам на открытом рынке, размещают акции среди небольшого числа профессиональных инвесторов (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды)[62]. Это позволяет им, с одной стороны, привлечь средства, необходимые для развития, с другой, — накопить достаточный опыт и «кредитную историю».

В этом отношении российские IPO оказываются «преждевременными». На рынок выходят компании, которые не имеют опыта взаимодействия с внешними инвесторами, в особенности, с миноритариями, а из-за неразвитости российского рынка, основными участниками IPO чаще всего выступают миноритарии.

Довольно часто компании - эмитенты переходят на международные стандарты отчетности (МСФО или US GAAP) в год, предшествующий публичному размещению акций (подготавливая единовременно отчетность за три предыдущих года), что никоим образом не способствует популярности среди инвесторов. Кроме того, многие компании только в процессе подготовки IPO впервые раскрывают структуру собственников, информация о которых зачастую по-прежнему остается закрытой для мелких инвесторов.

Мотивация собственников является одной из специфических черт при проведении российскими компаниями IPO. Зачастую при проведении публичного размещения компании на фондовой площадке, один или несколько акционеров размещают собственные пакеты акций, в результате

[62] Геддес Р., «IPO и последующее размещение акций»,/ Олимп - Бизнес, 2008 – с.130.

чего часть средств идёт не на инвестиции в компанию, а поступает в распоряжение собственника, те есть многие собственники стремятся заполучить средства от IPO в качестве дополнительного бонуса себе. Для собственника такой вариант является удобным способом выхода из бизнеса либо потому что он стал ему неинтересен, либо чтобы просто получить деньги. Это, безусловно, подрывает уверенность инвесторов в будущем компании и соответствующим образом отражается на будущей рыночной капитализации компаний.

Не удивительно, что среди потенциальных инвесторов в российские IPO доминируют три основные группы[63]. С одной стороны, это *крупные инвестиционные фонды*, которые выкупают значительные объёмы эмиссии и остаются в качестве стратегических инвесторов. С другой, также крупные, но *спекулятивно настроенные инвесторы*, которые не заинтересованы в развитии компании, а стремятся заработать на благоприятной рыночной конъюнктуре. В результате их действия, например продажа крупного пакета, могут заметно повлиять на стоимость акций компании. К третьей группе относятся *мелкие инвесторы*, участники различных народных IPO, которые вкладывают не более ста - сто пятидесяти тысяч рублей.

В ближайшем будущем IPO российских компаний, будет отличать следующие характеристики[64]:

- Российский фондовый рынок считается достаточно ликвидным для проведения IPO объёмом до 500 млн. долл. США. Более крупные сделки только на внутреннем рынке реализовать будет крайне проблематично.
- В силу мобильности капитала практически невозможно провести четкое разделение между российским и иностранным инвестором. Как правило, компании – эмитенты стремятся к тому, чтобы и первых, и вторых было приблизительно поровну, при этом отечественных

[63] Грег Н. Грегориу, «IPO. Опыт ведущих мировых экспертов»,/Гревцов Паблишер, 2008 г. – с. 80.
[64] Балашов В.Г., «IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии»,/Дело, Академия народного хозяйства, 2008 г. – с.232.

инвесторов они “ассоциируют” с краткосрочными инвестициями, а зарубежных с долгосрочными. Однако, как уже было упомянуто, крупные IPO являются своего рода порогом, после которого международные инвесторы становятся более предпочтительными. В качестве исключения из правил можно выделить запрет государства на привлечение иностранного капитала для некоторых крупнейших российских эмитентов, таких как: «Роснефть» (которой удалось привлечь 10,6 млрд. долл. США по результатам IPO в 2006 году)[65] и «Сбербанк» (разместивший бумаг на 8,8 млрд. долл. США в 2007 году)[66].

- Как правило, отечественные компании, выходя на IPO с целью привлечения капитала, заинтересованы в инвесторах, специализирующихся на определенной отрасли, а не в тех, единственной целью которых является приобретение акций компаний из развивающихся стран. Компании из секторов электроэнергетики и телекоммуникации особенно заинтересованы в привлечении иностранных инвесторов, обладающих необходимым отраслевым опытом.
- Окончательная оценка рисков будет определяться в последний момент: объявление цены будет происходить в ходе «дорожного шоу» (road-show). Это особенно показательно для российских предприятий, проводящих IPO за рубежом. Несмотря на громкие успехи некоторых российских IPO на западных площадках, большая часть российских эмитентов недополучают до 20% денег, в сравнении с западными компаниями.
- Ключевыми задачами, с которыми приходится сталкиваться российским компаниям в преддверии IPO, является внедрение новых стандартов подготовки финансовой отчетности, управление процессом

[65] Официальный сайт компании «Роснефть» - http://www.rosneft.ru
[66] Официальный сайт банка «Сбербанк» - http://www.sberbank.ru

подготовки, а также трансформация бизнеса с целью внедрения новых структур корпоративного управления[67].

- Вторичная ликвидность (ликвидность акций на вторичном рынке после IPO) будет перетекать на российские биржи.
- «Народные» IPO вероятнее всего не получат распространения. На мой взгляд, более правильным является проведение «народных» SPO, когда инвесторам уже знакома компания и история её акций на рынке.

С позиции эмитента возрастет имиджевая составляющая IPO. Очевидно, что проведение некоторых IPO и SPO будет не столько средством привлечения новых инвестиций, сколько путём перехода компаний на новый, более высокий уровень публичности. При этом организаторы новых размещений помимо привлечения внимания инвесторов к «истории роста» или «истории будущего» компании, будут акцентировать повышенное внимание на результаты деятельности компании в прошлом, её «узнаваемости» в кругах потенциальных акционеров.

С увеличением количества эмитентов из России на зарубежных фондовых биржах, западные инвесторы будут предъявлять к ним всё более и более высокие требования. Это связано с тем, что при выходе новых компаний на западные рынки, инвесторы будут иметь возможность напрямую сравнивать их с аналогичными эмитентами, уже проводившими IPO, и учитывать опыт предыдущих размещений. Этот опыт не всегда был положительным. В целом ряде случаев покупатели акций российских компаний, чьи бумаги котируются сейчас ниже цены размещения, понесли прямые убытки[68].

При оценке качества инвестиционной привлекательности российского эмитента помимо его финансовых показателей, уровня прозрачности и легитимности и убедительности стратегии дальнейшего развития бизнеса,

---

[67] Обухова Е., IPO: как заглянуть в будущее //D' -2010 -№22 (37).
[68] Информационное агентство «Интерфакс» - http://www.interfax.ru

первостепенное значение будет уделяться качеству корпоративного управления.

За пределами России в отношении отечественных эмитентов у инвестиционного сообщества складывается мнение, что они подконтрольны узкому кругу лиц, непрозрачны и не имеют механизма защиты интересов инвесторов. Рассеять эти предположения можно путём создания такой системы управления компанией, которая включала бы в себя эффективный совет директоров с опытными и высококвалифицированными независимыми директорами. Западные инвесторы при прочих равных условиях за акции компаний, имеющих подобную систему управления, готовы платить на треть больше. Об этом свидетельствует следующее:

- Опросы, проведенные компанией McKinsey, показали, что западные инвесторы готовы платить на 38% больше денег за акции тех российских компаний, которые имеют хорошо развитую систему корпоративного управления, и считают присутствие независимых директоров одним из наиболее важных факторов в оценке инвестиционной привлекательности компаний на развивающихся рынках.[69]
- Консультанты McKinsey, проанализировав ряд недавних размещений российских и восточноевропейских компаний, пришли к выводу, что эти эмитенты в ходе размещения и первого месяца торгов недополучают примерно 15 - 20% денег по сравнению с аналогичными западными фирмами. Создание системы корпоративного управления и привлечение независимых директоров были рекомендованы в качестве первоочередных мероприятий по подготовке компании к IPO и последующей работе в новом режиме[70]

[69] «McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance. 2008 // www.mckinsey.com
[70] Официальный сайт компании «McKinsey» - www.mckinsey.com

- В 2006 году Ассоциация британских страховых обществ, на долю членов которой приходится порядка 20% инвестиций в британский фондовый рынок, обратилась к FTSE International с просьбой включить тесты качества и корпоративного управления компаний в качестве критериев при составлении биржевых индексов[71].

«Проблемы чаще всего возникают с иностранными компаниями, которые не понимают или не ценят глубокую культуру корпоративного управления, принятую в нашей стране. Некоторые иностранные выпуски акций вполне нас устраивают, некоторые – нет» - заявил руководитель инвестиционного департамента Ассоциации британских страховых обществ.

Согласно британскому Кодексу корпоративного управления, независимые директора должны составлять как минимум половину состава Совета директорова[72] правила допуска ценных бумаг к обращению на Нью-Йоркской бирже (NYSE) требуют, чтобы независимые составляли большинство[73]. Такая планка вдвое выше уровня, рекомендованного российским Кодексом корпоративного поведения[74]. В положении 2.2.3 главы 3 Кодекса корпоративного поведения приводится следующее: «Чтобы независимые директора могли реально влиять на решения, принимаемые советом директоров, и им была бы обеспечена возможность формирования широкого спектра мнений по обсуждаемым вопросам, они должны составлять не менее одной четверти состава совета директоров. В любом случае, в уставе общества рекомендуется предусмотреть, чтобы в совете директоров было не менее 3 независимых директоров».

Принимая решение о покупке акций отечественной компании, впервые предлагающей свои бумаги на фондовой бирже, инвесторы будут обращать внимание на следующее:

---

[71] FTSE group market consultation on nationality – ABI response, November 2006 // www.ftse.com
[72] Combined Code on Corporate Governance, The Financial Services Authority, July 2003, Provision A.3.2.
[73] The New York Stock Exchange Listed Company Manual, Article 303A.01
[74] Кодекс корпоративного поведения. (Рекомендован к применению Распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 г. № 421/р)

- как давно компания существует на рынке, имеет ли она историю взаимоотношения с инвесторами (проведение облигационных займов, частных размещений акций и прочее);
- является ли размещение новым выпуском акций или представляет собой продажу пакета акций собственника;
- в случае если компания ранее уже проводила публичные размещения своих бумаг, инвестора будет интересовать динамика изменений капитализации компании;
- насколько важно для компании было использование конкретно механизма IPO для привлечения капитала, то есть, иными словами, было ли привлечение капитала путём публичного размещения акций следующей ступенью в развитии компании, либо интерес компании ограничивался просто привлечением денежных средств.

## 3.2 Анализ рынка IPO за 2011 год.

В 2011 году рынок публичного размещения акций российских эмитентов сохранил высокие показатели количества сделок и оценивается в 21 размещение (сравнимо с максимальными значениями за всѐ время существования российского рынка). При этом стоимостной объем рынка, хотя и вырос почти в 2 раза ($11,4 млрд)[75], все еще отстает от результатов пикового 2007 года (размещения ВТБ, Сбербанк, ПИК, Уралкалий).

**Таблица 5.** *Статистика рынка первичных размещений (2004-2011)*[76].

| Период | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Объем размещений, млн$ | 11369 | 6690 | 1333 | 2604 | 23896 | 17743 | 4551 | 620 |
| Число размещений | 21 | 25 | 12 | 16 | 26 | 23 | 13 | 5 |

[75] Информационный портал «IPO Cogress» - http://www.ipocongress.ru
[76] Информационный портал «InvestFunds» - http://www.investfunds.ru

Стоит отметить сопоставимость динамики стоимостных итогов российских рынков M&A и IPO за первое полугодие сохранилась и в целом за год —существенный рост по итогам года (более 60%), значительные объемы в первом полугодии (70% доля на рынке M&A и 85% на рынке IPO). При этом российский фондовый рынок вырос упал на 22% (сравнения значения индекса РТС на 30.12.10 и 30.12.11).

С инвестиционной точки зрения участие в российских размещениях остается очень привлекательным — средняя доходность в первый день торгов оценивается нами в 6,6% и в 5,2% по итогам первого месяца (по сравнению с 1,7% и 6,3% в 2010 году, соответственно). 40% стоимостного объема рынка приходится на два размещения — «ВТБ» (SPO, $3,3 млрд) и Яндекс (IPO, $1,3 млрд). По итогам 2010 г. 47% стоимостного рынка приходилось на размещение «Русал» (IPO, $2,2 млрд) и Mail.ru (IPO, $0,9 млрд)[77].

В рамках отраслевой специфики стоит отметить сферу услуг и торговли с 19% количественной долей рынка (Магнит, Дикси и др.) и финансовый сектор с 35% стоимостной долей (ВТБ, Номос-банк). Доля российских биржевых площадок выросла — с 35% количественной доли по итогам 2010 года до 42% (против 25% в 2009 г.). Стоимостная доля при этом выросла — с 28% в 2010 году до 34% в исследуемый период. Лидирующие позиции на рынке вернула себе Лондонская фондовая биржа (LSE) —53% стоимостной доли рынка.

Российский рынок публичных размещений (янв-дек 11) ознаменовался следующими результатами. Общее количество сделок (IPO/SPO) прошедших в 2011 году равнялось 21. Стоимостной объем этих сделок закрепился на уровне $ 11 369 млн. Средний объем размещения был на уровне $ 541,4 млн, при средней доли размещения 12,7%. Основные показатели доходности после IPO/SPO закрепились на следующих уровнях:

[77] Информационный портал «IPO Cogress» - http://www.ipocongress.ru

- +6,2% — среднее превышение цены в 1-й день торгов;
- +5,5% — среднее превышение цены через неделю после начала торгов;
- +4,1% — среднее снижение цены через месяц после начала торгов.

Что касается эффективности организаторов размещения, то максимальный доход для инвесторов (+40%) обеспечил тандем Deutsche Bank, Morgan Stanley, Goldman Sachs (IPO - Яндекс). В то время как максимальный доход (+6%) обеспечил тандем JPMorgan, ВТБ Капитал (SPO - Mail.ru Group).

Уровни размещения продемонстрировали следующие результаты:

- Цена в среднем на 3,3% выше нижней границы ценового диапазона
- 1 из 21 размещения прошло ниже ценового диапазона (прим. HMS Group)
- 1 из 21 размещения прошло по верхней границе ценового диапазона (прим. Яндекс)
- 3 из 21 размещения прошли по нижней границе ценового диапазона
- 11 из 21 размещения прошли без ценового диапазона[78]

**Таблица 6.** *Рэнкинг IPO за 2011 год*[79].

| Эмитент | Вид | Объем млн $ | Доля % | Биржа | Изменение стоимости акций |
|---|---|---|---|---|---|
| ВТБ | SPO | 3268,9 | 10,0% | LSE,ММВБ,РТС | -23% |
| Яндекс | IPO | 1304,4 | 16,2% | NASDAQ | -14% |
| Полиметалл | SPO | 792,5 | 13,8% | LSE | -18% |
| Номос-Банк | IPO | 712,3 | 19,5% | LSE, ММВБ, РТС | -31% |
| Evraz | PO | 649,9 | 6,6% | LSE | -16% |

[78]Информационный портал – http://www.offerings.ru
[79]Информационный портал – http://www.offerings.ru

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Etalon Group | IPO | 575 | 27,8% | LSE | -25% |
| Фосагро | IPO | 538,4 | 10,3% | LSE, ММВБ, РТС | -30% |
| Global Ports Investments | IPO | 534,1 | 22,7% | LSE | -8% |
| Мечел | SPO | 528 | 5,8% | NYSE, ММВБ, РТС | -4% |
| Mail.ru Group | PO | 450,6 | 7,1% | LSE | -4% |
| ГМС | IPO | 360,5 | 3,7% | LSE | -41% |
| Магнит | PO | 350 | 4,3% | ММВБ | 32% |
| Русагро | IPO | 330 | 18,3% | LSE | -56% |
| Синергия | PO | 242,6 | 21,5% | ММВБ, РТС | -56% |
| Eurasia Drilling | PO | 240 | 5,4% | LSE | -13% |
| НК Альянс | PO | 185 | 5,8% | Nasdaq OMX | -33% |
| Энел ОГК-5 | PO | 151,4 | 4,5% | ММВБ, РТС | -26% |
| Дикси | SPO | 99,5 | 5,7% | ММВБ, РТС | -17% |
| Армада | SPO | 22,1 | 11,8% | ММВБ, РТС | -30% |
| WorldWide Papa's | IPO | 19,7 | 36,3% | Deutsche Bцrse | -77% |
| Ютинет.Ру | IPO | 13,9 | 9,1% | ММВБ | -27% |

Большинство сделок IPO пришлось на первое полугодие 2011 года. Углубление долгового кризиса в Европе, снижение рейтинга США и пр. заставили инвесторов занять выжидательное положение, а часть эмитентов пересмотреть свои планы на IPO. Следует отметить успех размещений на NASDAQ, особенно Yandex, который не догнал только Google среди интернет компаний. В 2012 году достаточное количество эмитентов планируют размещения. На российском рынке, полагаю, многое зависит от завершения интеграции ММВБ и РТС и того, как инвесторы оценят новую окончательно объединенную площадку.

В рамках отраслевой специфики за период январь-декабрь 2011 года с точки зрения количества сделок стоит выделить сферу услуг и торговли (4 размещения), а с точки зрения сстоимостного объема — финансы ($3,9 млрд., см. рис. 2).

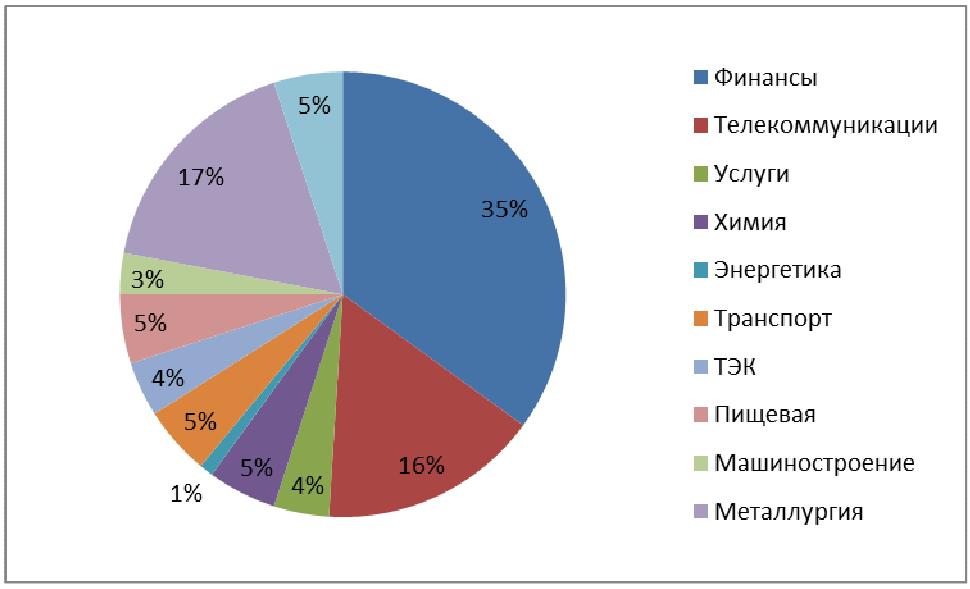



**Рисунок 2.** *Доли отраслей при IPO*[80].

В 2011 году телекоммуникационная отрасль занимала 16% стоимостного и 8% количественного объема рынка. Представители финансовой сферы в 2011 году занимали наибольшую долю: 35%. В 2012 году возможно продолжение интереса эмитентов из золотодобывающей и нефтяной отраслей (в силу хорошей конъюнктуры цен на товарных рынках). Стоит обратить внимание на изменение в позициях биржевых площадок — лидером по количеству размещений и стоимостной доле рынка вновь стала Лондонская фондовая биржа (LSE), которая до 2010 года была постоянным лидером. В 2010 году лидирующие позиции с точки зрения стоимости занимала ГонгКонгская биржа (HKEx), а с точки зрения количества сделок — ММВБ-РТС.

**Таблица 7.** *Наиболее популярные биржи для первичных размещений*[81].

| Биржа | Количество размещений | Стоимостная доля рынка% |
|---|---|---|
| LSE | 11 | 53% |
| ММВБ-РТС | 10 | 34% |
| NASDAQ | 2 | 13% |
| Deutsche Bцrse | 1 | 0,2% |

[80] Расчеты произведены автором самостоятельно.
[81] Информационный портал – http://www.offerings.ru

## 3.3 IPO ВТБ

До финансового кризиса 1998 года число активно торгующихся банковских акций на фондовом рынке России колебалось от 10 до 20. Фактическое банкротство крупнейших финансовых институтов, таких, как Инкомбанк, СБС-Агро и Российский Кредит, привело к исчезновению банковского сектора, как класса активов на фондовом рынке, и акции Сбербанка остались единственными банковскими бумагами, которые активно торгуются. В период 1999-2000 годов Сбербанк характеризовался относительно низкой ликвидностью и привлекательностью, как и все прочие не нефтяные активы. С конца 2000 года успешная реструктуризация российских долгов привела к росту стоимости портфеля ценных бумаг, что положительно сказалось на котировках Сбербанка. К концу 2003 года Сбербанк стал полноправной голубой фишкой, его капитализация на данный момент приближается к 22 млрд. долларов.[82]

Помимо Сбербанка, было еще два банка, акции которых относительно активно торговались после кризиса, - это Банк Москвы и УралСиб. Эти банки интересны пока в большей степени для российских инвесторов, как правило, оперирующих незначительными инвестиционными портфелями по сравнению с международными инвесторами.

В ближайшие годы интерес банков к IPO не мог не возрасти. Первая причина - это ужесточение конкуренции в банковском секторе, которая привела к консолидации банковских активов. Введение схемы страхования депозитов с 2007 года для всего банковского сектора означает удорожание заемных средств и привело к необходимости искать более дешевые источники финансирования. Приход иностранных банков на российский банковский рынок ужесточил условия конкуренции за заемщиков. На данный момент российские банки получают около 60% своих общих доходов именно от кредитно-депозитных операций, в то время как в странах Центральной и

[82]Информационное агентство «Блумберг» - http://www.bloomberg.com

Восточной Европы на такие операции приходится лишь 30-40% доходов, а основными доходами являются комиссионные[83].

Размещение акций банков может стать привлекательным в результате изменений системы отношений в рамках финансово-промышленных групп, в частности, если произойдет ослабление связи между банками и корпоративными участниками ФПГ. В последние годы российские компании стали все чаще привлекать кредиты из-за рубежа или с рынка корпоративных облигаций.

Уход "своих" клиентов заставил российские банки развивать розничное кредитование и создавать независимую клиентскую базу. Окончание периода, когда банки были карманными институтами для кредитования "своих" предприятий, развяжет им руки для выхода на фондовый рынок. Наконец, еще одним важным условием IPO является высокая стоимость банковских активов. Основные ориентиры, по которым можно определить, как оценивает рынок нового потенциального эмитента, - это показатели оценки уже торгуемых на рынке эмитентов.

Одной из причин быстрого роста привлекательности банковских акций в последнее время является либерализация, предпринятая и планируемая ЦБ РФ. В декабре 2002 года было снято 12-процентное ограничение на иностранное участие в капитале российской банковской системы. Таким образом, Центробанк открыл банкам возможность для привлечения иностранных акционеров к участию в своем капитале.

Вторая причина - это увеличение фондов и капиталов, которые работают с российскими акциями. Инвесторы на данный момент испытывают острую нехватку новых эмитентов, в том числе банковских. Это связано с ростом ликвидности внутри России в результате увеличения резервов Центрального банка, а также с возрастающим интересом к российским активам со стороны международных инвесторов после присвоения стране инвестиционного рейтинга. Единственное требование

[83] Официальный сайт газеты «Ведомости» - http://www.vedomosti.ru

инвесторов - это достаточная степень раскрытия информации и представление отчетности по международным стандартам.

***Выход на IPO ВТБ***

В мае 2007 г. второй по размеру активов и капиталу крупнейший банк России провел первичное размещение ценных бумаг. Компания 99,99% акций которой принадлежало государство продала инвесторам, как российским, так и зарубежным, компаниям и частным лицам 22,5% от уставного капитала. В общей сложности продажа ценных бумаг принесла ВТБ около $8 млрд[84].

Причем $1,6 млрд. из этой суммы вложили частные инвесторы. Для России IPO ВТБ стала самым "народным". Свои деньги в акции банка вложили 131 тыс. частных инвесторов - это больше, чем участвовало в размещении "Роснефти" и Сбербанка. Во многом активность граждан объясняется доступной минимальной ценой заявки - поучаствовать в размещении банка можно было, вложив всего 30 тыс. рублей. Цена размещения была установлена на уровне - 13,6 копейки за акцию[85].

У ВТБ и Сбербанка были качественно разные уровни размещения. ВТБ размещался так, что круг потенциальных инвесторов был значительно шире, учитывая иностранных игроков. Также можно отметить, что подготовка к размещению ВТБ шла обстоятельнее и лучше. С отчетностью этот банк был тоже в выигрыше, поскольку выходила она более регулярно.

Если говорить о "народном" инвесторе, важно учесть, что ВТБ в ценовом преимуществе перед Сбербанком. Структура и особенности деятельности ВТБ привлекательнее для таких вложений. Размещение Сбербанка было в некоторой степени мероприятием с корпоративным подтекстом, внутренними договоренностями и планом. Так что, "народный" инвестор будет играть свою роль". Значит разница лишь в стратегии, к тому же в целом ситуация на рынке была благоприятной. К положительным

[84] Официальный сайт банка «ВТБ» - http://www.vtb.ru
[85] Информационный портал «QUOTE» - http://quote.rbc.ru/news/emitents/2012/05/15/33651186.html

факторам стоит отнести большой объем средств на рынке, большой кэш на балансе. Также можно предположить интерес отечественных промышленных групп к ВТБ.

По всем показателям рынка и ситуации ВТБ получил неплохую прибыль и смог именовать своё IPO успешным. Некоторые эксперты, правда, указывают, что были слишком большие затраты на андеррайтинг. Они составили 2% от суммы размещения. [86] Это действительно высокий процент, но, тем не менее, прибыль оправдает траты.

Итак, подведем итоги. ОАО "Банк ВТБ" разместило в ходе IPO 424 млрд. акций в рублях и 1,08 трлн. акций - в долларах, говорится в сообщении кредитной организации. Всего ВТБ разместил в ходе IPO 87,23% акций, подлежащих размещению. Общее количество размещенных акций – 1,5 трлн., при этом общий объем эмиссии составлял 1,7 трлн. акции номинальной стоимостью 0,01 руб. каждая. В России на приобретение акций ОАО "Банк ВТБ" в ходе IPO подали заявки более 131 тыс. частных инвесторов. Общий объем поданных заявок в России составил 1,6 млрд. долл. Официальной датой окончания размещения стало 18 мая 2007г.

По итогам IPO капитализация банка составила 35,5 млрд. долл. Цена глобального размещения была установлена наблюдательным советом банка на уровне 13,6 коп., или 0,00528 долл. США, за акцию и 10,56 долл. за GDR, предоставляющую имущественное право на 2 тыс. акций. В ходе допэмиссии ВТБ привлек 205,7 млрд. руб[87].

Уставный капитал банка на тот момент составлял 53,6 млрд. руб., объем выпущенных банком акций составлял 5,36 трлн. номинальной стоимостью 0,01 руб. Правительство РФ одобрило вопрос о допэмиссии ВТБ в декабре 2006г.

После регистрации отчета об итогах допэмиссии начались биржевые торги акциями банка на ММВБ и в РТС. Средства, полученные в ходе

[86] Информационный портал – http://www.ipocongress.ru
[87] Официальный сайт банка «ВТБ» - http://www.vtb.ru

глобального размещения, ВТБ намеревался направить на поддержание роста объемов бизнеса, включая развитие розничных банковских операций в России.

### 3.4 Buy-back акций ВТБ анализ ситуации.

2 февраля 2012 года на форуме «Россия 2012» тогдашний премьер-министр России Владимир Владимирович Путин поручил главе банка ВТБ Андрею Костину проработать вопрос обратного выкупа акций у акционеров. После заявления В. В. Путина обыкновенные акции банка ВТБ на ММВБ-РТС резко выросли до 7,4 коп. за акцию, при цене открытия 7,11, соответственно, данная новость способствовала росту акций во время внутридневной сессии на 3,5%[88].

Механизм выкупа выглядел достаточно простым. Максимальная сумма выкупа акций ВТБ у одного акционера, физлица или юрлица, составила 500 тысяч рублей, а принять участие в buy back смогли те, кто приобрел бумаги на народном IPO 2007 года и сохранил свой пакет до 1 февраля 2012 года. Цена выкупа акции составила, как и во время размещения, 13,6 копейки. Согласно представленным материалам ВТБ, всего в народном IPO банка в 2007 году приняли участие 123 тысячи розничных инвесторов, купившие акции суммарно на 48 миллиардов рублей. При этом 112 тысяч человек приобрели пакеты на сумму менее 500 тысяч рублей, в том числе более 60% акционеров приобрели акции на сумму менее 100 тысяч рублей, 20% - купили минимальные пакеты по 30 тысяч рублей. Из купивших акции ВТБ на IPO акционерами на день объявления новости о buy backe оставались 114 тысяч физлиц. Банк, из-за того, что во время IPO половина заявок на покупку акций пришла из регионов, был готов обслуживать акционеров в более чем 600 точках по всей России. Большинству акционеров достаточно было лишь один раз нанести визит в офис розничного дочернего банка "ВТБ 24" .

IPO ВТБ было действительно масштабным: банк привлек без малого 8 миллиардов долларов, из которых 1,57 миллиарда долларов пришлось на

[88] Информационный портал - http://www.buybacks.ru/news/vtb/

физлиц, 0,67 миллиарда долларов - на юрлиц; львиная же доля в 5,75 миллиарда долларов пришлась на инвестиции институциональных инвесторов. Последние впервые в истории российской банковской системы покупали GDR на Лондонской фондовой бирже.

Заявки на обратный выкуп акций принимались с 12 марта по 13 апреля 2012 года. По заявлением представителей банка ВТБ24, заявки на продажу акций подали свыше 75 тыс. акционеров из 114 тыс., что составляет около 64% всех владельцев[89]. Банк ВТБ изначально рассчитывал, что правом досрочного выкупа воспользуется как минимум 95 тыс. человек. Средняя цена заявки составила 150 тыс. рублей, банк был вынужден заплатить около 11 млрд. рублей.

Итого данного действия со стороны банка достаточно очевиден. Банк использовал в течении 5 лет средства полученные в ходе народного IPO практически безвозмездно. Если бы инвестор положил деньги в банк, то доходность была бы гораздо выше. То что банк выкупил акции по 13,6 коп. за штуку, то на его финансовом состоянии это никак не сказалось, оно даже улучшилось, так как большинство акционеров воспользовалось предложением банка и положили средства полученные в ходе обратного выкупа на депозит при ставке в 9,25%. За первый квартал 2012 года объем средств физлиц в банке ВТБ24 вырос на 10 млрд руб., до 839 млрд руб[90]. Показатель чистого прироста средств населения — 10 млрд руб. — практически совпадает с суммой стоимости акций, владельцы которых решили поучаствовать в обратном выкупе акций ВТБ.

Все-таки осадок у участников народного IPO должен остаться, так как акции со времен размещения упали почти в 2 раза. Роста вообще не было, если не считать одномоментный всплеск акций сразу после открытия торгов в район 17,5 копеек. На графике ситуация выглядит следующим образом:

---

[89] Официальный сайт банка «ВТБ» - http://www.vtb.ru
[90] Информационный портал «InvestFunds» - http://www.investfunds.ru

**Рисунок 3.** *График изменения цены на акции банка ВТБ*[91].

График отчетливо демонстрирует то, что за все время торгов акции не поднимались выше 11 копеек, то есть, всплеск после размещения был единственным, и акции демонстрировали всегда нисходящий тренд и порог в 13,6 копеек больше никогда не переступали. Получается, что банк владел дешевыми деньгами в течении 5-ти лет. Некоторые могут подумать, что для банк настали тяжелые времена, так как придется использовать собственный капитал для выкупа акций, но никакой трагедии для банка нет. Все хорошо. Если рассматривать размещение и байбэк акций как одну сделку, то ее финансовый результат в любом случае будет положительным. Представим, что банк разместил данные средства на депозит под 7% годовых. Получается следующий результат:

[91] Скриншот, сделанный автором из программы «QUICK».

**Таблица 8.** *Расчет доходности альтернативных вложений.* [92]

| Ставка | 7% |
|---|---|
| 48 млрд | |
| 1год | 51,36 |
| 2год | 54,96 |
| 3год | 58,8 |
| 4год | 62,92 |
| 5год | 67,32 |

Чистая прибыль равна 19,32 млрд. рублей. Конечно, расчеты достаточно грубые, но банк явно использовал эти средства не по 7% годовых и соответственно прибыль получил гораздо больше и это никак не сказалось на инвесторах, которые вложили свои средства при IPO.

Руководитель ВТБ Андрей Костин, обращаясь к акционерам в преддверии buy-back, выразил надежду, что инициатива банка, возвращающего людям деньги, поспособствует росту доверия к акциям ВТБ и повернет лицом к российским ценным бумагам широкий круг частных вкладчиков. «Все происходит с точностью до наоборот, - считает банковский аналитик Максим Осадчий. - Государство - а речь идет о госбанке - в очередной раз отваживают людей от ценных бумаг, как было когда-то с ваучерами, с «фантиками» МММ. Понятно же, что акционеры ВТБ от «народного IPO» проиграли. Людям как бы дают понять: «Держитесь от рынка акций подальше», - говорит аналитик[93]. Такая позиция, считает Осадчий, выгодна тем, кто хотел бы иметь максимально полный контроль над этим рынком, чтобы какие-то миноритарии, которые вечно чем-то недовольны, требуют дивидендов и любят задавать неудобные вопросы менеджменту, не путались под ногами.

[92] Все расчеты произведены автором самостоятельно.
[93] Информационное агентство «Интерфакс» - http://www.interfax.ru

### 3.5 Оценка перспектив развития рынка IPO.

Какие перспективы могут быть у рынка IPO России? Прежде всего, для эффективного функционирования и развития индустрии первичных размещений необходимо создать базовые условия. Одно из таких условий — стабильность и предсказуемость правил взаимоотношений между бизнесом и властью, направленная прежде всего на защиту прав собственности. Другим немаловажным моментом развития инструмента IPO будет создание эффективной структуры российского фондового рынка. Третьим критерием развития IPO в России является необходимость становления отечественных институциональных инвесторов, таких как паевые, страховые и пенсионные фонды. Наконец, на развитие рынка IPO будет влиять правовая среда, регламентирующая эту сферу. Соблюдение этих условий позволит сделать инструмент привлечения капитала эффективным независимо от размера и принадлежности компании.

В России сложилась ситуация, когда при всех достоинствах рынка IPO отсутствуют предпосылки для значительного увеличения и развития рынка публичных размещений акций. Существующий рост количества проведенных IPO, который можно наблюдать, происходит в основном за счет крупнейших компаний, в том числе и с государственным участием в акционерном капитале, имеющих возможности выхода на зарубежный рынок, а также за счет размещения акций более мелких, но динамично развивающихся компаний на российском рынке.

Интерес российского делового сообщества к проблеме привлечения инвестиций, поиска новых и эффективных форм финансирования в последние годы подогревался и самим развитием рынка. Отечественная экономика переживала всплеск деловой активности. В этих условиях выпуск ценных бумаг, их открытое размещение на биржевых площадках и дальнейшее свободное обращение позволило бы компаниям значительно расширить свои инвестиционные планы, дало бы толчок к формированию

целой прослойки крупных игроков рынка, которые смогли бы на равных конкурировать с зарубежными компаниями.

В России в последние годы происходило накопление внутренних капиталов, что вело к росту отечественного фондового рынка, росту привлекательности отечественных бирж. За время макроэкономического роста намного улучшились условия размещения на отечественных площадках, которые выглядели гораздо более привлекательней аналогичных условий на LSE или NYSE как с точки зрения необходимых издержек, так и со стороны категорий инвесторов, широкого набора инструментов и т. д. Кроме того, отечественные биржевые площадки оптимальны для относительно небольших компаний, которые не нуждаются в крупных финансовых средствах.

Одной из составляющих, сильно тормозящей развитие отечественного рынка IPO, является то обстоятельство, что выход компании на IPO подразумевает серьезное изменение корпоративной структуры, преобразование всей системы внутренних коммуникаций, разработку и внедрение новых стандартов публичности. Таким образом, сам процесс публичного размещения и открытой торговли на бирже для многих компаний (владельцев) является новым и рассматривается ими как рисковая деятельность. Кроме того, публичное размещение ценных бумаг показывает действительную стоимость бизнеса компании-эмитента. В результате не все даже крупные компании, не говоря уже о средних, готовы к таким переменам.

По оценкам экспертов, до кризиса от 100 до 170 российских компаний планировали провести IPO в 2008 – 2011 годах, однако им пришлось расстаться со своими планами из-за обвала фондовых рынков, в результате которого рассчитывать на более или менее справедливую оценку стоимости выставляемых на продажу акций было практически нереально. Однако, позитивные настроения инвесторов, способствовавшие ралли на фондовых рынках в 2009 году, постепенно начали возвращать фондовые индексы на

предкризисные уровни, что возродило прежние намерения компаний - эмитентов.

В то же время прогнозы аналитиков предсказывают постепенное возвращение к докризисным показателям, когда в год на биржах размещалось до 20 - 25 крупных компаний. Однако речь уже не будет идти о повторении значимых результатов сделок IPO / SPO, достигнутых в 2005 – 2007 годах, которые были рекордными по количеству размещений, так как тогда компании преследовали иные цели. Эмитенты зачастую предлагали инвестиционному сообществу не новые акции, а старые (а иногда и то, и другое). Таким образом, публичное размещение представляло собой удобный способ владельцам компании частично «уйти в наличность», не потеряв при этом контроля над своими активами. В дополнение к этому сами акции удавалось продавать инвесторам по сильно завышенным ценам.

Теперь же ситуация иная: компании всё чаще проводят первичное публичное размещение акций и вторичные размещения с целью привлечь средства для погашения задолженностей. Именно IPO и SPO в данном случае наиболее простой выход: полученные в ходе размещения деньги не нужно будет возвращать, за их использование не нужно будет выплачивать проценты, не придётся отчитываться перед кредитором за целевое использование средств, да и в случае удачного размещения средства можно будет в максимально короткие сроки сразу направить на погашение долгов.

Компаниям из второго и третьего эшелонов возможность заимствования средств путём осуществления облигационных или кредитных займов закрыта полностью и появится очень нескоро. В таких обстоятельствах размещение акций становится едва ли не единственным способом привлечения капитала. К тому же рыночная конъюнктура, складывающаяся в настоящее время на западных и российских биржах, способствует использованию компаниями – эмитентами таких инструментов, как IPO и SPO. Но стоит лишь переломиться тенденции роста на фондовом

рынке на тенденцию затяжной стагнации или падения и смысл проведения сделок по размещению акций сразу же отпадёт.

Интерес отечественных компаний к зарубежным площадкам объясняется несколькими факторами: ликвидность, статус размещения, доступность и удобство для потенциальных иностранных инвесторов. Отечественный же рынок менее ёмкий и появление новых эмитентов, в особенности из не сырьевых отраслей, облагородило бы его облик, а рост ликвидности подогрел бы аппетиты крупных институциональных инвесторов из-за рубежа.

Согласно сведениям, которые удалось собрать из открытых источников, российскими компаниями в 2012 году запланировано достаточно большое количество размещений IPO. Потенциальными покупателями таких бумаг могут быть иностранные инвесторы и фонды прямых инвестиций.

**Таблица 9.** *Список планируемых размещений в 2012 году.*[94]

| Компания-эмитент | Год | Планируемый объём, млн.$ | Доля | Отрасль |
|---|---|---|---|---|
| Brunswick Rail | 2012 | 150 | 20% | Транспорт |
| En+ | 2012 | 2000 | 25% | Энергетика |
| EPAM Systems | 2012 | 100 | 10% | Телекоммуникации |
| Genser | 2012 | 200 | 20% | Потребительский сектор |
| Globalports | 2012 | 750 | 25% | Транспорт |
| IBS | 2012 | н.д. | н.д. | Телекоммуникации |
| Nord Gold (Severstal) | 2012 | 1200 | 25% | Добывающие |
| O1 Properties | 2012 | 1200 | 40% | Строительство |
| Parallels | 2012 | 100 | 20% | Телекоммуникации |
| Polyus Gold | 2012 | 750 | 7,50% | Добывающие |
| Strikeforce Mining and Resources (SMR) - Союзметаллресурс | 2012 | 150 | 30% | Добывающие |
| Valars Group | 2012 | 300 | 40% | Сельское хозяйство |
| Vostok Energy | 2012 | 200 | 30% | Энергетика |
| Абрау-Дюрсо | 2012 | 15 | 15% | Пищевая |
| Аптечная сеть 36.6 | 2012 | 50 | 10% | Потребительский сектор |

[94] Информационный портал – http://offerings.ru/market/placement/futureplacement/

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Аэрофлот | 2012 | н.д. | 10% | Транспорт |
| Вертолеты России | 2012 | 500 | н.д. | Транспорт |
| Вист Групп | 2012 | 3 | 20% | Телекоммуникации |
| Витал Девелопмент | 2012 | 10 | 20% | Строительство |
| Возрождение, КБ | 2012 | 65 | 10% | Финансы |
| Диод | 2012 | 23 | 23% | Энергетика |
| Домодедово | 2012 | 1000 | н.д. | Инфраструктура |
| Евросеть | 2012 | 300 | 30% | Потребительский сектор |
| Евросибэнерго | 2012 | 1500 | 25% | Энергетика |
| Евроцемент | 2012 | 1000 | 20% | Строительство |
| Ильюшин Финанс | 2012 | 250 | н.д. | Транспорт |
| Интергео | 2012 | 160 | 10% | Добывающие |
| Магнит | 2012 | 500 | 5% | Потребительский сектор |
| Мегафон | 2012 | 4000 | 20% | Телекоммуникации |
| Металлоинвест | 2012 | 3000 | 15% | Добывающие |
| Мечел-Майнинг | 2012 | 2000 | 20% | Добывающие |
| Модный континент | 2012 | 60 | 20% | Потребительский сектор |
| Монокристалл | 2012 | 390 | 30% | Добывающие |
| Нобель Ойл | 2012 | 60 | 10% | Финансы |
| Открытые инвестиции | 2012 | 300 | 25% | Энергетика |
| Пента Агро | 2012 | 100 | 50% | Строительство |
| ПИК | 2012 | 450 | 20% | Строительство |
| Продимекс | 2012 | 300 | 20% | Сельское хозяйство |
| Проектные инвестиции | 2012 | 5 | 15% | Финансы |
| Промсвязьбанк | 2012 | 400 | 20% | Финансы |
| Профмедиа | 2012 | 900 | 40% | Телекоммуникации |
| Ренова-Стройгруп | 2012 | 300 | 10% | Строительство |
| Ростелеком | 2012 | 650 | 4% | Телекоммуникации |
| Русская медная компания | 2012 | 600 | 20% | Добывающие |
| Сбербанк | 2012 | 5600 | 7% | Финансы |
| Селигдар | 2012 | 50 | 15% | Добывающие |
| Сибирский аграрный холдинг | 2012 | 50 | 30% | Сельское хозяйство |
| Снегири Девелопмент | 2012 | 300 | 25% | Строительство |
| Совкомфлот | 2012 | 1000 | 25% | Финансы |
| Спортмастер | 2012 | 600 | 20% | Потребительский сектор |
| СУЭК | 2012 | 2000 | 25% | Добывающие |
| ТГК-2 | 2012 | 500 | н.д. | Энергетика |
| Трансаэро | 2012 | 200 | 20% | Транспорт |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Уралсиб | 2012 | 750 | 25% | Финансы |
| Уральский никель | 2012 | 25 | 25% | Добывающие |
| ФСК | 2012 | 250 | 2% | Энергетика |
| Центробувь | 2012 | 500 | 20% | Потребительский сектор |

Глядя на список эмитентов можно сделать вывод о том, что компании представляют различные отрасли и сектора, что конечно же не может не радовать. Если делать процентную разбивку, то мы будем иметь следующую картину:

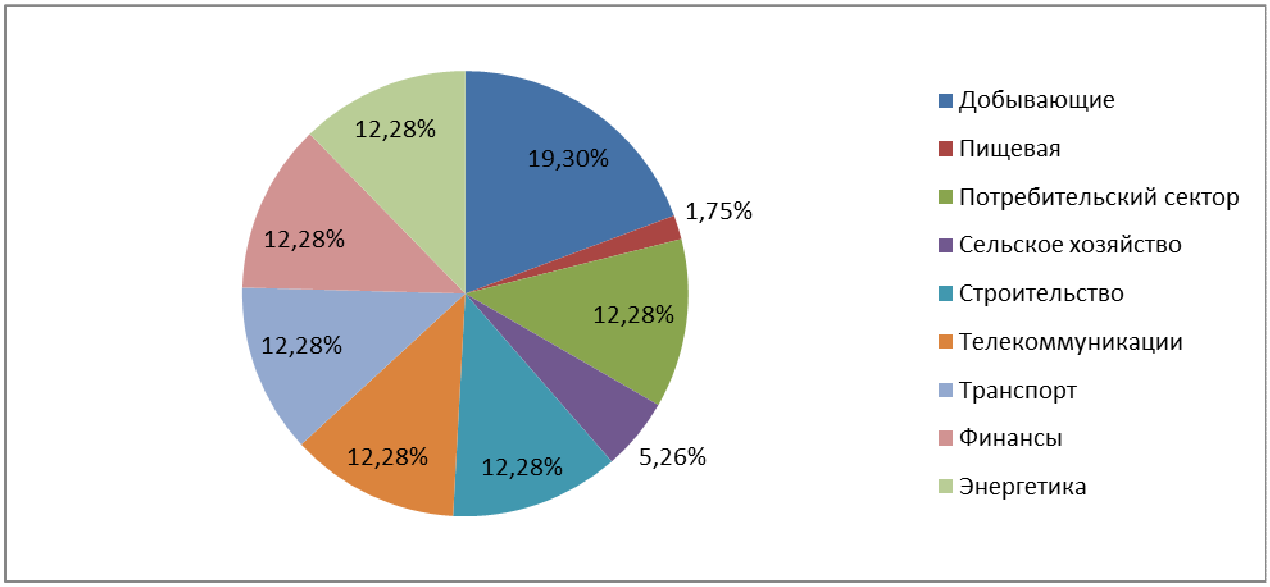



**Рисунок 3**. *Доли отраслей при IPO.*[95]

19 декабря начались торги на ММВБ-РТС[96]. В этот день состоялось объединение двух крупнейших российских бирж ММВБ и РТС. Создана единая российская биржа, имеющая все предпосылки для того, чтобы стать одной из лидирующих площадок в мире по торговле всеми видами активов. Как считают в ММВБ-РТС, интеграция бирж для участников рынка означает создание единой платформы для эмитентов, трейдеров и инвесторов, сокращение транзакционных издержек, упрощение процедуры торгов и доступа, а также появление новых продуктов и сервисов[97]. Ряд участников рынка изначально опасались, что объединение окончательно убьет конкуренцию и лишит биржи стимулов эффективнее работать. И пока от

[95] Все расчеты произведены автором самостоятельно.
[96] Биржа РТС-ММВБ - http://www.rts.micex.ru
[97] Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 N 2043-р <Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года>// Консультант Плюс: Версия Проф.

объединения никаких преимуществ не видно. В первый день совместных торгов, произошел сбой, в результате которого в торговой системе прошел ряд несанкционированных сделок.

Нельзя не отметить того факта, что в IV 2012 году планируется IPO объединенной биржи ММВБ-РТС. Об этом сообщил, на коммерческом инвестиционном форуме «Россия-Кипр», первый заместитель председатель Банка России Алексей Улюкаев[98]. Он также отметил что уже подобраны букраннеры и финансовые консультанты для этого размещения. По словам А.Улюкаева, после этого размещения появится организация с капиталом не менее 6 млрд долл., которая сможет эффективно концентрировать ликвидность на российских площадках. В свою очередь председатель совета директоров ММВБ, зампред Банка России Сергей Швецов сообщил о том, что IPO объединенной биржи ММВБ-РТС планируется на сумму не менее 300 млн долл.

Что же следует ожидать от данного размещения? Скорее всего не все будет гладко. Бумаги фондовых бирж в принципе не являются ликвидным активом на мировых рынках, отмечает старший аналитик ИФК «Солид» Артур Ахметов[99]. Обращение собственных акций биржи — это скорее показатель популярности, надежности и открытости той или фондовой площадки. Сейчас ММВБ активно привлекает иностранных инвесторов, с этой целью было произведено объединение с РТС. Но проведение IPO — закономерный шаг, который позволит ММВБ встать в один ряд с ведущими мировыми площадками. Вне зависимости от общих тенденций и времени выхода на биржу акции российской биржи, ориентированной на внутреннюю торговлю, будут в любом случае интересны инвесторам. Во-первых, перспективы отечественного фондового рынка в условиях развивающейся экономики достаточно обширны, даже принимая во внимание колоссальное влияние внешнего фона, во-вторых,

[98] Информационный портал - http://quote.rbc.ru/news/ipo/2012/02/10/33561418.html
[99] Информационный портал - http://quote.rbc.ru/news/ipo/2011/08/02/33374608.html

действия ММВБ станут более предсказуемыми. До начала диалога о слиянии с РТС ММВБ имела репутацию неповоротливого механизма, что в текущих реалиях недопустимо: теперь же процессы управления оптимизируются, а в преддверии выхода на IPO можно ожидать представления новых продуктов для инвесторов, что сделает бумаги более привлекательными.

Еще хотелось бы обратить внимание на так называемые мини-IPO, которые позволяют компаниям малой и средней капитализации привлекать средства через биржу. Сегмент мини-IPO находится на стадии становления и зачастую вызывает недоверие у серьезных игроков рынка, тем не менее существует успешный аналогичный опыт западных junior markets, начиная от AIM и заканчивая New Connect. В среднем, компании могут привлечь средства в диапазоне от 5 до 25 млн долл., при этом в их IPO принимают участие в среднем 200–500 первичных инвесторов, что для нашего рынка довольно много[100]. Данные размещения полезны тем, что открывают совершенно новые компании и целые отрасли для инвесторов фондового рынка. Во многих случаях для небольшой компании нет другого выбора, кроме IPO, – кредиты или дороги, или недоступны из-за того, что бизнес строится на нематериальных активах и не имеет значимого объекта залога. Венчурные фонды и фонды прямых инвестиций тоже не всегда являются хорошей альтернативой – они готовы входить в капитал компании со значительным дисконтом и целым рядом ограничений, также они ориентированы на приобретение контрольного пакета, что зачастую некомфортно собственнику.

ММВБ уделяет большое внимание работе с такими компаниями, так как, данный сегмент в среднесрочной перспективе может стать основным поставщиком «новых голубых фишек» для фондового рынка. Количество крупных компаний в России ограниченно, большинство из них входит в солидные холдинги и/или контролируется государством. Несмотря на

[100] Прянечников Д. Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // «РЦБ», 2011 г. – сентябрь.

амбициозные планы правительства по приватизации, число госорганизаций, которые появятся на рынке, невелико, поэтому вся надежда на малый и средний бизнес, который развивается достаточно быстрыми темпами и в будущем станет новым лидером экономики России.

На ММВБ с 2007 г. действует специальный сектор для предприятий малого и среднего бизнеса (сектор ИРК), в 2009 г. он был переформатирован, и совместно с «РОСНАНО» был создан сектор для инновационных компаний – рынок инноваций и инвестиций (РИИ ММВБ)[101].

Основная задача РИИ – содействие привлечению инвестиций в компании малой и средней капитализации инновационного сектора российской экономики. Высокий статус проекта подтвержден тем, что при ММВБ был образован Координационный совет РИИ ММВБ, в который вошли представители профильных министерств и ведомств, институтов развития, законодательной власти и профессиональных ассоциаций. Председатель Координационного совета – председатель правления ОАО «РОСНАНО» Анатолий Чубайс.

Ключевые требования для компаний, которые хотят стать эмитентами РИИ[102]:

- существенная часть выручки формируется за счет осуществления хозяйственной деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий;
- капитализация – не менее 50 млн руб.

Дополнительно к общему перечню документов для включения в Список ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже, эмитент РИИ должен представить инвестиционный меморандум – документ, описывающий основные направления развития бизнеса компании и финансовые показатели.

---

[101] Прянечников Д. Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // «РЦБ», 2011 г. – сентябрь.
[102] Прянечников Д. Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // «РЦБ», 2011 г. – сентябрь.

Для повышения уровня транспарентности эмитентов и снижения рисков инвесторов в рамках РИИ действует институт листинговых агентов – аккредитованных посредников, которые готовят инвестиционный меморандум, обоснование оценки капитализации эмитента и следят за соблюдением компанией требований по раскрытию информации.

Если говорить об успешности мини-IPO, то оценка успешности во многом носит субъективный характер, Удачным с точки зрения притока финансирования является IPO ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» – одного из ведущих российских интернет-ритейлеров электроники и бытовой техники. По итогам размещения спрос на акции превысил предложение почти в 3,3 раза. Всего инвесторам было продано 10% от уставного капитала компании с учетом допэмиссии, таким образом, капитализация ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» составила 3,9 млрд руб., а объем привлеченных в рамках публичного размещения средств – 390 млн руб[103]. Примерно 25% акций эмитента было приобретено частными инвесторами, общее количество которых достигло 500 человек.

Говоря о проблемах мини-IPO, то основной проблемой является информирование потенциальных инвесторов специфику модели бизнеса, обосновать оценку и ожидания значительного роста размещаемой компании. К сожалению, у нас мало квалифицированных инвесторов, способных вникать в суть бизнеса и строить оценки, исходя из фундаментальных показателей компании. Преобладает спекулятивный капитал, готовый входить на короткий срок, что обуславливает высокую волатильность на вторичных торгах.

[103] Биржа РТС-ММВБ - http://www.rts.micex.ru

## Заключение.

Сам по себе фондовый рынок в России еще сильно отстает от фондовых рынков развитых стран. Наш рынок можно считать развивающимся, так очень большое влияние, из-за географического положения, на него оказывают как рынки Европы, так и рынки Азии. Соответственно, можно сказать, что его дальнейшее развитие во многом будет зависеть и от IPO компаний, которые будут его проводить на российском рынке. IPO для компании – это прежде всего, дополнительный источник фондирования. После проведения IPO она получает возможность привлекать его по более низкой цене за счет распределения рисков среди большего числа акционеров. Более того, улучшение структуры баланса позволяет компании привлекать значительное дополнительное долговое финансирование, а также проводить допэмиссии в дальнейшем, которые можно использовать для инвестирования как в основной, так и в оборотный капитал.

Сам по себе термин IPO рассматривается с разных сторон. Но с уверенностью можно утверждать, что данный источник финансирования является в настоящий момент одним из наиболее привлекательных для компаний, так как обладает следующими преимуществами:

•привлеченные средства составляют собственный капитал компании;

•нет необходимости возвращать привлеченные средства инвесторам;

•доступ к широкому кругу инвесторов через фондовый рынок;

•источник долгосрочного финансирования;

• возможность определить реальную рыночную стоимость акций и реализовать часть стоимости акционерной собственности;

•нет необходимости в обязательных ежегодных дивидендных выплатах (по обыкновенным акциям).

Используя IPO, компания как бы говорит рынку, что она является открытой и готова делится информацией о своей деятельности с любым заинтересованным лицом, так как публичные компании обязаны публиковать отчетность о своей деятельности в открытых источниках.

Развитие рынка IPO зависит не только от количества размещаемых компаний, но и от развития всей инфраструктуры рынка. В частности, необходимо уделять более пристальное внимание компаниям малой и средней капитализации, которые планируют проводить IPO. Вообще, рынок мини-IPO в будущем обещает расти запредельными темпами, так как малый и средней бизнес сейчас является кладезю потенциальных «голубых фишек». Некоторые инвестиционные компании уже сейчас начинают обращать внимание на потенциальных клиентов. Так, например, инвестиционный холдинг «ФИНАМ» объявил о запуске нового продукта на рынке IPO: pre-IPO кредитование[104]. Задача pre-IPO кредитования – предоставить компании-заемщику необходимые для организации публичного размещения средства на адекватных условиях, принимая во внимание характерные для непубличных компаний особенности корпоративного управления.

Данная услуга, в первую очередь, будет интересна высокотехнологичным компаниям, так как большинство участников российского банковского рынка используют жесткую систему риск-менеджмента, не учитывающую особенностей бизнеса динамично растущих небольших компаний. В результате, такие заемщики, как правило, не имеют возможности привлекать средства на рыночных условиях, что сдерживает их развитие. Услуга pre-IPO кредитования уникальна для российского банковского рынка тем, что Банк «ФИНАМ», базируясь на опыте работы холдинга с инновационными компаниями, подходит к оценке бизнеса заемщика более мягко, рационально оценивая перспективы его дальнейшего развития. Как следствие, шансы на получение необходимых ресурсов, а

[104] Официальный сайт инвестиционного холдинга «ФИНАМ» - http://www.finam.ru/services/corpfin00001/default.asp

значит, и успешное проведение IPO и развитие бизнеса в будущем у таких компаний-заемщиков существенно возрастают.

На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы относительно развития рынка IPO в России:

Во-первых, успешное IPO характеризуется сочетанием двух факторов: достигнутой капитализацией в момент размещения и последующим ростом котировок акций компании. При этом идеальным считается постепенный рост котировок после размещения. Это означает, что, с одной стороны, компания продала акции по цене, близкой к максимальной, с другой — инвесторы получили возможность заработать премию за участие в размещении. В ситуациях, когда цена с течением времени падает или, наоборот, резко идет вверх, ущемляются интересы либо акционеров компании, недополучивших средства в ходе размещения, либо инвесторов, переплативших за акции компании.

Во-вторых, российский опыт также показывает, что объективно оценить успешность того или иного IPO можно только в привязке к дальнейшей долгосрочной динамике котировок компании. Российские компании привлекают инвесторов в первую очередь возможностями роста, и, когда прогнозы не оправдываются, инвесторы разочаровываются и впредь при оценке стоимости компаний неизменно будут закладывать дисконт, памятуя о возможности несоответствия реальных результатов.

В-третьих, какими бы ни были мнения относительно успешности того или иного размещения, все компании-эмитенты соглашаются в одном — после проведения IPO настоящая работа только начинается. Получившей публичный статус компании необходимо взаимодействовать с инвесторами, регулярно публиковать отчетность, поддерживать корпоративный сайт, раскрывать и правильно подавать существенные факты из жизни компании.

В заключение хотелось бы отметить, что любое публичное привлечение средств — это, прежде всего, продажа будущего компании таким, каким видят его текущие собственники. Чтобы размещение

получилось удачным, необходимо четко сформулировать и довести до сведения участников рынка свои цели и стратегию. Нередко компании направляют все усилия на достижение краткосрочных результатов, которых, как им кажется, ожидает от них рынок. Но гораздо плодотворнее сконцентрироваться на долгосрочных целях и помочь инвесторам поверить в способность компании их достичь. Построение правильной стратегии развития и осознание IPO как очередного шага на пути к ее реализации станет именно тем фактором, который позволит инвесторам поверить в успех компании, а перед самой компанией откроет новые горизонты.

Еще, говоря хотелось бы заострить внимание на buyback акций ВТБ. Можно сказать о том, что этим шагом правительство поставило жирную точку в том, что подобные народные IPO дискредитированы. Вряд ли в ближайшее время население будет принимать участие в подобных IPO. Складывается такое ощущение, что в 90-х годах у населения позабирали акции компаний, а теперь дорого их раздают.

Данная работа выполнена мной самостоятельно

«16» ____мая____2012г. _____

## Список использованной литература.

### I. Законодательные и нормативные акты


1) Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (ред. От 27.12.2009) «Об акционерных обществах».
2) Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.11.2011) "О рынке ценных бумаг"// Консультант Плюс: Версия Проф.
3) Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 N 2043-р <Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года>// Консультант Плюс: Версия Проф.
4) «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (утверждены приказом ФСФР от 25.01.2007 года № 07-4/пз-н, с изменениями от 02.06.2009 г.)
5) «Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «ФБ ММВБ» от 10.02.2012 г.


### II. Учебники, учебные пособия, монографии


6) Балашов В.Г., «IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии»,/Дело, Академия народного хозяйства, 2008 г. – 336 с.
7) Брейли Р., Майерс С. «Принципы корпоративных финансов»./М.: Олимп-Бизнес, 1997 г. – 1008 с.
8) Гвардин С.В., «IPO. Стратегия, перспективы и опыт российских компаний»,/Вершина, 2007 г. – 264 с.
9) Геддес Р., «IPO и последующее размещение акций»,/ Олимп - Бизнес, 2008 г. – 352 с.
10) Грег Н. Грегориу, «IPO. Опыт ведущих мировых экспертов»,/Гревцов Паблишер, 2008 г. – 624 с.
11) Гулькин П., «IPO. Начало работы»,/"Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO)",/Альпари СПб, 2002 г. – 280 с.

12) Дамодаран А., «Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов»,/Альпина Бизнес Букс, 2008 г. – 1324 с.
13) Коупленд Т., «Стоимость компаний. Оценка и управление»,/Олимп-Бизнес, 2008 г. – 576 с.
14) Лукашев А., «IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков»/ Альпина Бизнес Букс, 2008 г. – 370 с.
15) Миркин Я. М., Лосев С. В. «Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO» /www.iteam.ru
16) Нечаев Е., Влияние хеджевых фондов на финансовую стабильность// “Рынок ценных бумаг" № 7, 2007
17) Толстель М.С. «Первоначальное публичное предложение акций: методика оценки готовности банка к IPO» / "Управление в кредитной организации", N 5, сентябрь-октябрь 2010 г. - 18 с.
18) Чиркова Е., «Как оценить бизнес по аналогии»,/Альпина Бизнес Букс, 2009 г. – 221 с.
19) Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. «Инвестиции»./М.: Инфра-М, 2001 г. – 1028 с.
20) Эшуорт Г., Джеймс П., «Менеджмент, основанный на ценности»,/«Инфра-М», 2006 г. – 190 с.

## III. Статьи из периодической печати

21) «Влияние рейтингов на инвестиционные решения» - материалы доклада рейтингового агентства «Эксперт - РА»// Москва, IPO конгресс 06.04.2005 года.
22) Вербицкий В., Петров В. «Роль корпоративного управления и независимых директоров при подготовке IPO».//Биржевое обозрение, 2005г. - № 11 (25).
23) Веретенников Ю., IPO входит в банковскую моду// Business & Financial Markets", 2006
24) Гвардин С. В., Риски IPO,// Корпоративный финансовый менеджмент 2007 г. - № 4.

25) Мирошниченко А., Можно обсуждать плохие активы и рекапитализацию// "Банковское обозрение", 2009 г. - № 5/8, май.

26) Обухова Е., IPO: как заглянуть в будущее //D’ -2010 -№22 (37).

27) Переверзев Н., "Методика оценки эффективности IPO"// Финансовый директор" 2009 г. - № 2.

28) Прянечников Д. Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // «РЦБ», 2011 г. – сентябрь.

29) Плевако О. IPO российских компаний в 2011 году // «РЦБ», 2011 г. – сентябрь.

30) Тютюнник А., Российская банковская система после кризиса// "Банковское обозрение", 2009 г. - № 5/8.

## IV. Иностранная литература

31) Asquith D., Jones J., Kieschnick R. Evidence on Price Stabilization and. Underpricing in Early IPO Returns // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 1759 - 1773.

32) Baron D. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues // Journal of Finance. 1982. № 37. P. 955 - 976.

33) Benveniste L.M., Busaba W.Y., Wilhelm W.J. Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets // Journal of Financial Intermediation. 2002. № 11. P. 61 - 86.

34) Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.

35) Rock K. Why New Issues Are Underpriced // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 187 - 212.

36) Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

## V. Электронные ресурсы

37) Информационное агентство «Блумберг» - http://www.bloomberg.com

38) Информационное агентство «CBONDS» - http://www.cbonds.ru

39) Финансовая компания «Финам» - http://www.finam.ru

40) Информационное агентство «Интерфакс» - http://www.interfax.ru

41) Информационный портал «InvestFunds» - http://www.investfunds.ru

42) Информационный портал «IPO Cogress» - http://www.ipocongress.ru

43) Биржа РТС-ММВБ - http://www.rts.micex.ru

44) Информационный портал «QUOTE» - http://www.quote.ru

45) РосБизнесКонсалтинг - http://www.rbk.ru

46) Официальный сайт газеты «Ведомости» - http://www.vedomosti.ru

47) Официальный сайт банка «ВТБ» - http://www.vtb.ru

48) Информационный портал – http://www.buybacks.ru

49) Официальный сайт компании «Ernst&Young» - http://www.ey.com

50) Официальный сайт кампании «McKinsey» - http://www.mckinsey.com

51) Официальный сайт индексной компании «FTSE» - http://www.ftse.com

# Приложения.

## Приложение 1

*Таблица. История российского IPO*[105].

| Компания | Объем привлеченного капитала, млн.$ | Доля размещенных акций в уставном капитале % | Биржа | Отрасль |
|---|---|---|---|---|
| | | | | |
| **1996 год** | | | | |
| Вымпелком | 110,8 | 17,6 | NYSE | телекоммуникации |
| **1999 год** | | | | |
| Голден Телеком | 144,2 | 35 | NASDAQ | телекоммуникации |
| **2000 год** | | | | |
| МТС | 353 | 15,4 | NYSE | телекоммуникации |
| **2002 год** | | | | |
| Highland Gold Mining (Россия-Нормандские острова) | 31,8 | 10 | AIM | металлургия |
| ВБД | 207 | 27,7 | NYSE | пищевая |
| РБК | 13,28 | 16 | РТС, ММВБ | информационные технологии |
| Celtic Resources Holding (Россия-Ирландия) | 12 | 17 | AIM | металлургия |
| High-River Gold (Россия-Канада) | | | | металлургия |
| Peter Hambro Mining (Россия-Великобритания) | 16 | 30 | AIM | добывающая |
| **2003 год** | | | | |
| Аптечная сеть 36,6 | 14,4 | 20 | ММВБ, РТС | торговля |
| Trans Siberian Gold (Россия-Великобритания) | 28 | 35 | AIM | металлургия |
| Ариком | 7 | 29 | AIM | добывающая |
| Sibir Energy (Россия-Великобритания) | 40 | | AIM | нефтегазовая |
| **2004 год** | | | | |
| Иркут | 127 | 23,3 | РТС, ММВБ | авиационная |

[105] Информационный портал - http://offerings.ru/market/placement/lastplacement/

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Концерн Калина | 26 | 33 | РТС, ММВБ | химическая |
| Мечел | 335 | 11,5 | NYSE | металлургия |
| Открытие инвестиции | 68,8 | 38,5 | РТС | недвижимость |
| Седьмой континент | 80,7 | 13 | РТС, ММВБ | торговля |
| Efes Breweries International (Россия-Голландия) | 178 | 30 | LSE | пищевая |
| Victoria Oil and Gas (Россия-Великобритания) | 18 | | AIM | добывающая |
| **2005 год** | | | | |
| Eastern Property Holdings (Россия-Великобритания) | 55 | 45 | Швейцраская фондовая биржа | инвестиционная компания |
| Evraz Group | 422 | 8,3 | LSE | металлургия |
| IMS Group (Россия-Ирландия) | 26,3 | 26,4 | AIM | автомобильная |
| Rambler Media | 40 | 26 | AIM | медиа-холдинг |
| Raven Russia (Россия-Великобритания) | 266 | 70 | AIM | инвестиционная компания |
| Ziracs Plc (Россия-Великобритания) | 13,7 | 30 | AIM | химическая |
| Амтел-Фредештайн | 201 | 27,1 | LSE | автомобильная |
| АФК Система | 1560 | 19 | LSE | многопрофильный холдинг |
| Лебедянский ОКЗ | 151 | 19,9 | РТС | пищевая |
| НЛМК | 609 | 7 | LSE | металлургия |
| Новатэк | 966 | 19 | LSE | газовая |
| Пава | 8 | 10 | РТС, ММВБ | пищевая |
| Пятерочка | 639 | 32 | LSE | торговля |
| Северсталь-авто | 135 | 30 | РТС, ММВБ | автомобильная |
| Urals Energy (Россия-Кипр) | 131,7 | 35 | AIM | нефтехимическая |
| **2006 год** | | | | |
| Роснефть | 10800 | 15 | LSE | нефтегазовая |
| СТС-медиа | 346 | 16,4 | NASDAQ | телевидение |
| Верофарм | 139,7 | 49,9 | РТС | химическая |
| Группа Разгуляй | 144 | 23 | РТС, ММВБ | сельское хозяйство |
| Группа Черкизово | 251,3 | 28 | LSE | пищевая |
| Распадская | 316,7 | 18 | РТС, ММВБ | добывающая |
| Комстар-ОТС | 1060 | 35 | LSE, МФБ | телекоммуникации |
| Магнит | 368,4 | 19 | РТС, ММВБ | торговля |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Trader Media East(Россия-Голландия) | 565,2 | 79 | AIM | реклама |
| G5 Entertaiment (Россия-Швеция) | 30 | 1 | Nordic Growth Market | информационные технологии |
| Amur Mineral(Россия-Великобритания) | 7 118 | 14 | AIM | металлургия |
| Baltic Oil Terminal (Россия-Великобритания) | 41,1 | 52 | AIM | нефтегазовая |
| C.A.T. oil (Россия-Австрия) | 370,8 | 35 | Deutsche Borse | нефтегазовая |
| Aurora Russia Limited (Россия-Великобритания) | 130, 9 | 100 | AIM | инвестиции |
| Kontakt East Holding (Россия-Швеция) | 16 | 50 | First North | инвестиции |
| Mirland Development (Россия-Кипр) | 282 | 30 | AIM | инвестиции |
| Northern European Properties (Россия-Швеция) | 448, 9 | н/д | AIM | инвестиции |
| RGI International | 192 | 31, 5 | AIM | девелопер |
| Timan Oil & Gas (Россия-Великобритания) | 26, 3 | 24 | AIM | добывающая |
| Банк "Возрождение" | 54 | 10 | РТС, ММВБ | банки |
| ОГК- 5 | 459 | 14, 4 | РТС, ММВБ | электроэнергетика |
| Система Галс | 432 | 16, 75 | РТС, ММВБ, LSE | девелопер |
| ТМК | 1, 081 | 23 | РТС, LSE | металлургия |
| ЦМТ | 105, 3 | 18 | РТС | |
| ЧЦЗ | 281, 4 | 33 | РТС, LSE | металлургия |
| Северсталь | 1, 063 | 9, 1 | LSE | металлургия |
| Белон | 57 | 13 | РТС | металлургия |
| **2007 год** | | | | |
| AFI Development | 1400 | 19,1 | LSE | строительство |
| Strabag (Россия-Австрия) | 1788 | 25 | Vienna Stock Exchange | строительство |
| Альянс Банк | 704 | 17,4 | LSE | финансовый сектор |
| ВТБ | 8000 | 22,5 | ММВБ, РТС, LSE | финансовый сектор |
| Дикси Групп | 360 | 41,67 | ММВБ, РТС, LSE | ритейл |
| ММК | 1000 | 9,8 | LSE | металлургия |
| ОГК-2 | 995,9 | 32,2 | ММВБ, РТС, LSE | электроэнергетика |
| ОГК-3 (частное размещение) | 3100 | 37,9 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |
| ОГК-4 | 146523 (руб) | 69 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Ситроникс | 352,6 | 17,5 | РТС, ММВБ LSE | информационные технологии |
| Полиметалл | 604,5 | 24,8 | РТС, ММВБ, LSE | металлургия |
| Интегра | 668 | 28 | LSE | нефтегазовая |
| ММК | 1000 | 8,9 | LSE | металлургия |
| Volga Gas | 125 | 40,3 | AIM | нефтегазовая |
| Нутриинвестхолдинг | 200 | 27,4 | РТС, ММВБ | пищевая |
| Мосэнерго (ТГК-3) (частное размещение) | 2000 | 28,93 | ММВБ | электроэнергетика |
| Открытые инвестиции (SPO) | 14760 (руб) | 15 | РТС, LSE | финансовый сектор |
| ПИК | 1850 | 15 | РТС, LSE | строительство |
| Росинтер | 100 | | РТС | ресторан |
| РТМ | 80 | 25,8 | РТС, LSE | строительство |
| Сбербанк | 230240 (руб) | | ММВБ, РТС | финансовый сектор |
| ТГК-1 | 71100 (руб) | 62 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |
| ТГК-5 (частное размещение | 453 | 26,8 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |
| TMM Real Estate | 105 | 13,11 | Франкфуртская биржа | строительство |
| Уралкалий | 1069 | 14,4 | РТС, LSE | химическая |
| Фармстандарт | 880 | 40 | ММВБ, РТС, LSE | химическая |
| Аптечная сеть 36,6 (SPO) | 1150 (руб) | 15,8 | РТС, ММВБ | торговля |
| Банк "Санкт-Петербург" | 270 | 18 | РТС, ММВБ, внебиржевой рынок | финансовый сектор |
| Группа ЛСР | 772 | 12,5 | LSE, ММВБ | строительство |
| М-Видео | 365 | 20 | РТС, ММВБ | торговля |
| НМТП | 980 | 20 | LSE, РТС, ММВБ | транспорт |
| Группа Разгуляй (SPO) | 600 | 13,2 | ММВБ, РТС | аграрная промышленность |
| Синергия | 190 | 23,45 | ММВБ, РТС | алкоголь |
| ТГК-13 | 6 854.75 руб | 18,25 | РТС, ММВБ | электроэнергетика |
| **2008 год** | | | | |
| Globaltrans | 449,4 | 30 | LSE | транспорт |
| Магнит | 413,1 | 12 | LSE, РТС, ММВБ | ритейл |
| X5 Retail Group | 196,6 | 2 | LSE | ритейл |
| EOS Russia | 194,8 | 28 | OMX/FN | финансовый сектор |
| West Siberian Resources | 170,3 | 8 | OMX/FN | добывающая |
| ГК ПИК | 139,2 | 1 | LSE | строительство |
| Открытые инвестиции | 104,8 | 2 | РТС | финансовый сектор |
| Полюс Золото | 98,9 | 1 | LSE, РТС | добывающая |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Victoria Oil & Gas | 30,3 | 32 | AIM/LSE | добывающая |
| Русское Зерно | 24,9 | 25 | РТС | аграрная промышленность |
| Imperial Energy | 24,2 | 1 | LSE | электроэнергетика |
| Amur Minerals | 5 | 12 | AIM/LSE | химическая |
| **2009 год** | | | | |
| Магнит | 525,2 | 9 | LSE | ритейл |
| Банк Санкт-Пербург | 197,9 | 19 | ММВБ, РТС | финансовый сектор |
| Globaltrans | 158,8 | 12 | LSE | транспорт |
| НК Альянс | 125 | 6 | Nasdaq OMX | электроэнергетика |
| Exillon Energy | 99,9 | 32 | LSE | электроэнергетика |
| Интегра | 95 | 21 | LSE | электроэнергетика |
| Синергия | 80 | 21 | ММВБ, РТС | алкоголь |
| Petroneft Resources | 27,5 | 34 | AIM/LSE, IEX | электроэнергетика |
| PetroKamchatka | 9,3 | 13 | TSX | электроэнергетика |
| Volga Gas | 8,7 | 11 | AIM/LSE | электроэнергетика |
| Институт Стволовых Клеток Человека | 4,6 | 2 | ММВБ | исследовательская |
| Malka Oil | 0,8 | 3 | Nasdaq OMX | электроэнергетика |
| **2010 год** | | | | |
| Русал | 2236,5 | 11 | HKEx, NYSE Euronext Paris | добывающая |
| Mail.ru | 912 | 17 | LSE | информационные технологии |
| O'Key | 419,6 | 14 | LSE | ритейл |
| Трансконтейнер | 400,2 | 36 | LSE, ММВБ, РТС | транспорт |
| Протек | 399,9 | 22 | ММВБ, РТС | химическая |
| ЛСР | 398,1 | 9 | LSE, ММВБ, РТС | строительство |
| Мостотрест | 387,9 | 36 | ММВБ, РТС | строительство |
| Мечел | 228,8 | 3 | NYSE | химическая |
| Eurasia Drilling | 227,5 | 8 | LSE | инфраструктура |
| Кузбасская топливная компания | 163,3 | 25 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |
| Аэрофлот | 110 | 4 | ММВБ | транспорт |
| Синергия | 104,4 | 13 | ММВБ, РТС | алкоголь |
| Русское море | 90 | 19 | ММВБ, РТС | пищевая |
| Черкизово | 62,8 | 5 | LSE | пищевая |
| Exillon Energy | 56,8 | 16 | LSE | электроэнергетика |
| Росинтер | 27,5 | 18 | ММВБ, РТС | пищевая |
| Victoria Oil & Gas | 20,9 | 3 | LSE/AIM | электроэнергетика |
| Аптечная сеть 36.6 | 17,2 | 5 | ММВБ, РТС | ритейл |
| Фармсинтез | 16,9 | 30 | ММВБ | фармацевтика |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Русские Навигационные Технологии | 9,6 | 18 | ММВБ/РИИ | информационные технологии |
| Диод | 9,6 | 9 | ММВБ/РИИ | информационные технологии |
| Urals Energy | 9 | 22 | AIM / LSE | электроэнергетика |
| Amur Minerals | 2,7 | 13 | AIM/LSE | химическая |
| **2011 год** | | | | |
| ВТБ | 3268,9 | 10 | LSE, ММВБ, РТС | финансовый сектор |
| Яндекс | 1304,4 | 16 | NASDAQ | информационные технологии |
| Полиметалл | 736,2 | 14 | LSE | металлургия |
| Номос-банк | 718,2 | 22 | LSE, ММВБ, РТС | финансовый сектор |
| Etalon Group | 574,9 | 28 | LSE | строительство |
| Фосагро | 538,4 | 10 | LSE, ММВБ, РТС | аграрная промышленность |
| Global Ports Investments | 534,1 | 23 | LSE | транспорт |
| Мечел | 528 | 6 | ММВБ, РТС | химическая |
| ГМС групп | 360,5 | 37 | LSE | машиностроение |
| Русагро | 330 | 18 | LSE | аграрная промышленность |
| Eurasia Drilling | 240 | 5 | LSE | добывающая |
| Энел ОГК-5 | 151,4 | 5 | ММВБ, РТС | электроэнергетика |
| Дикси | 99,5 | 6 | ММВБ, РТС | ритейл |
| Ютинет.Ру | 13,9 | 9 | ММВБ | информационные технологии |

# Приложение 2

## Акции

*Таблица. Требования листинга для акций*[106]

| Требования | А1 | А2 | Б | В | И |
|---|---|---|---|---|---|
| Заявитель | Эмитент | | | | Эмитент + УФК |
| Срок нахождения акций в Котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения) | Нет ограничений | Нет ограничений | Нет ограничений | Не более1 года | Не более 5 лет |
| Max доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в Котировальный список обыкновенных акций) | 75% | 75% | 90% | Кол-во размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10% | |
| Min ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в Котировальный список) * | 25 млн руб. | 2,5 млн руб. | 1,5 млн руб. | – | – |
| Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех | Требуется | Требуется | -** | Требуется | -** |
| Капитализация<br>▪ обыкновенных акций<br>▪ привилегированных акций | 10 млрд руб.<br>3 млрд руб. | 3 млрд руб.<br>1 млрд руб. | 1,5 млрд руб.<br>0,5 млрд руб. | -<br>- | (по оценке УФК)<br>60 млн руб.<br>25 млн руб. |
| Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке | Требуется | Требуется | - | - | - |
| Min срок существования эмитента (в случае реорганизации юридического лица, срок существования учитывает срок деятельности юридического лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент) | 3 года | 3 года | 1 год | 3 года | - |
| Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению | Требуется | Требуется | Требуется | Требуется | Требуется |
| Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего Котировального списка | Требуется полное соблюдение | Требуется полное соблюдение или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в Котировальный список | | Требуется полное соблюдение | |

* критерий применяется только при включении ценных бумаг в Котировальный список.

[106] Биржа «ММВБ-РТС» - http://rts.micex.ru/a42

** наличие у эмитента убытков по итогам 3 последних лет является основанием для отказа в прохождении процедуры листинга.

**Особые условия включения акций в Котировальные списки**

**Дополнительные условия для включения акций в Котировальный список "В", а также акций в Котировальный список "И"**

1. Акции эмитента впервые публично размещаются путем открытой подписки, осуществляемой через Биржу или с привлечением брокера, оказывающего услуги по их размещению, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу или с привлечением брокера для совершения сделок, направленных на отчуждение акций.
2. Эмитент принял обязательства по предоставлению фондовой бирже копии уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг не позднее, чем на следующий день с момента представления такого уведомления в ФСФР России.
3. Эмитент заключил с Биржей и участником (участниками) торгов Договор (договоры) о выполнении им (ими) в течение:
   - всего срока нахождения акций в данном Котировальном списке обязательств маркет-мейкера в отношении включаемых акций (для Котировального списка "В").
   - не менее 3 месяцев со дня начала торгов этими ценными бумагами (для Котировального списка "И").

**Также для включения акций в Котировальный список "И":**

4. Эмитент заключил договор с УФК, в котором на последнего возлагается обязанность по контролю за раскрытием информации эмитентом и по подтверждению достоверности и полноты всей информации, содержащейся в ежеквартальных отчетах эмитента, за исключением части, подтверждаемой аудитором и (или) оценщиком, в течение всего срока нахождения акций в данном Котировальном списке.
5. Эмитент принял обязательство предоставлять УФК и Бирже:
   a. любой финансовой и иной информации о своей хозяйственной деятельности, способной повлиять на цену акций.
   b. информации о корпоративных событиях (общих собраниях акционеров, собраниях советов директоров) и их результатах в срок не позднее одного дня с даты составления соответствующего протокола.
6. УФК должен подписывать:
   a. проспект ценных бумаг.
   b. последний ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг - в случае если включение ценных бумаг в Котировальный список

осуществляется более чем через 4 месяца после регистрации проспекта ценных бумаг.

**Льготные условия для включения в Котировальные списки ценных бумаг эмитентов, созданных в результате реорганизации**
*При несоблюдении отдельных требований по листингу ценных бумаг*

Ценные бумаги эмитента, созданного в результате реорганизации юридического лица (юридических лиц), могут быть включены в Котировальный список без соблюдения требования о наличии ежемесячного объема сделок, а по акциям и без определения их капитализации на момент включения в Котировальный список, при одновременном соблюдении следующих условий:

1. этого же вида ценные бумаги юридического лица (юридических лиц), в результате реорганизации которого был создан эмитент, были включены в Котировальные списки хотя бы одной фондовой биржи;
2. с момента регистрации эмитентом выпуска ценных бумаг, размещенных в процессе реорганизации, прошло не более 3 мес., а с момента создания юр. лица, являющегося эмитентом – не более 6 мес.

Указанные ценные бумаги могут быть включены в Котировальный список не выше уровня Котировального списка, в который были включены ценные бумаги юридического лица (юридических лиц), в результате реорганизации которого был создан эмитент. При этом, если эмитент был создан в результате реорганизации нескольких юридических лиц, ценные бумаги такого эмитента могут быть включены не выше самого низкого из уровней Котировальных списков, в которые были включены ценные бумаги юридических лиц, в результате реорганизации которых был создан эмитент.

*При соблюдении общих условий по листингу*

Для целей включения в Котировальные списки ценных бумаг эмитента, созданного в результате реорганизации юридического лица (юридических лиц) применяются следующие правила:

срок существования эмитента и наличие (отсутствие) у него убытков определяется с учетом срока деятельности и наличия (отсутствия) убытков у юридического лица (одного из юридических лиц), в результате реорганизации которого был создан эмитент;
требование о наличии годовой финансовой (бухгалтерской) отчетности в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и (или) Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP), в отношении которой был

проведен аудит, применяется, начиная с финансовой (бухгалтерской) отчетности за год, в котором была завершена реорганизация, а для эмитента, реорганизация которого была завершена после 1 октября, - начиная с финансовой (бухгалтерской) отчетности за год, следующий за годом, в котором была завершена реорганизация (за исключением эмитента, к которому осуществлялось присоединение или из которого осуществлялось выделение, а также случаев преобразования эмитента).

**Льготные условия для включения в Котировальные списки ценных бумаг эмитентов, размещенных в результате конвертации ценных бумаг того же эмитента**

Включение в Котировальные списки "А" (первого и второго уровней) и "Б" ценных бумаг, конвертируемых в ценные бумаги того же эмитента, при их размещении, допускается без соблюдения требования о наличии ежемесячного объема сделок, а по акциям - также без определения их капитализации на момент включения в Котировальный список при одновременном соблюдении следующих условий:

1. на момент государственной регистрации эмитентом выпуска ценных бумаг, размещаемых путем конвертации, конвертируемые в них ценные бумаги эмитента были включены в Котировальные списки хотя бы одной фондовой биржи;

с момента государственной регистрации эмитентом выпуска ценных бумаг, размещенных путем конвертации, прошло не более 3 месяцев. Ценные бумаги эмитента, размещенные путем конвертации, могут быть включены в Котировальный список не выше уровня Котировального списка, в который были включены конвертируемые в них ценные бумаги того же эмитента.

## Приложение 3

## Допуск ценных бумаг к торгам[107]

Допуск ценных бумаг к торгам осуществляется путем их включения в Список ценных бумаг, допущенных к торгам в ЗАО "ФБ ММВБ" (далее – Список). Включение ценных бумаг в Список может осуществляться с прохождением и без прохождения процедуры листинга.

**Общие (базовые) требования для допуска ценных бумаг к торгам**
**Для ценных бумаг корпоративных эмитентов:**

1. осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг (проспекта эмиссии ценных бумаг, плана приватизации, зарегистрированного в качестве проспекта эмиссии ценных бумаг);
2. осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг (за исключением российских депозитарных расписок, а также случаев размещения ценных бумаг или включения ценных бумаг в котировальные списки "В" и "И");
3. эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;
4. ценные бумаги приняты на обслуживание в расчетном депозитарии;
5. ценные бумаги включены в список ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг.

[107] Биржа «РТС-ММВБ» - http://rts.micex.ru/s19

**Для инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов и ипотечных сертификатов участия:**

1. осуществлена регистрация правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом (правил доверительного управления ипотечным покрытием);
2. Управляющей компанией паевого инвестиционного фонда (управляющим ипотечным покрытием) соблюдаются требования законодательства Российской Федерации об инвестиционных фондах (законодательства Российской Федерации об ипотечных бумагах) и иных нормативных правовых актов;
3. ценные бумаги приняты на обслуживание в расчетном депозитарии;
4. ценные бумаги включены в список ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг.

**Для государственных, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг:**

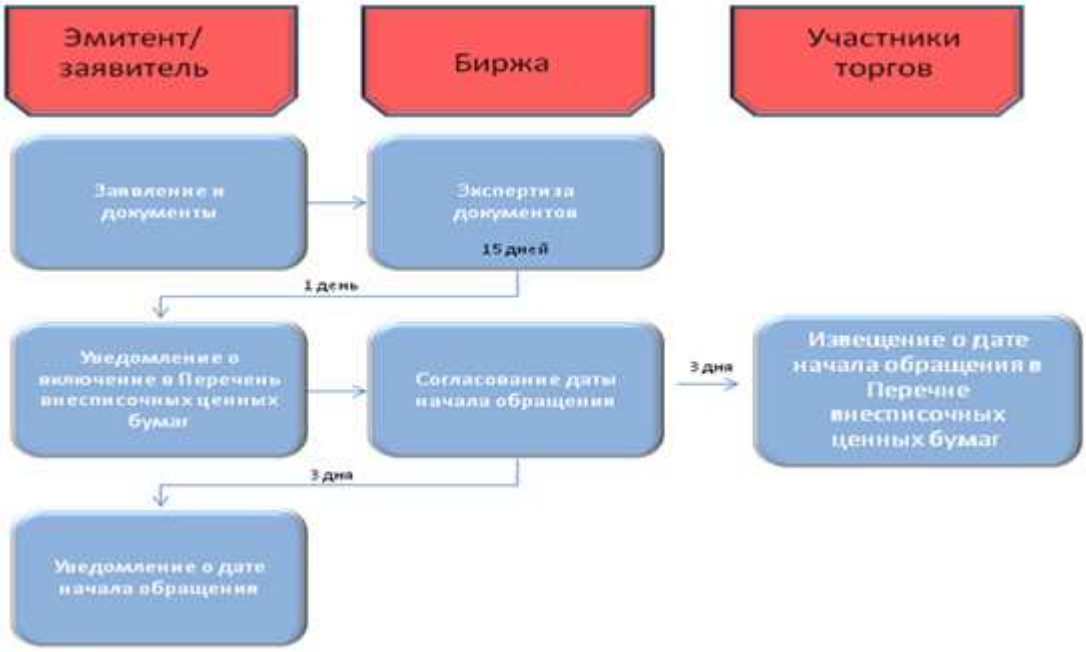
1. осуществлена государственная регистрация условий эмиссии и обращения указанных ценных бумаг;
2. принято решение об эмиссии отдельного выпуска указанных ценных бумаг;
3. выдан глобальный сертификат (для государственных ценных бумаг);
4. эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, в том числе о раскрытии информации (за исключением государственных ценных бумаг);
5. ценные бумаги приняты на обслуживание в расчетном депозитарии;
6. ценные бумаги включены в список ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг.

**Для ценных бумаг иностранных эмитентов:**

1. ценные бумаги прошли процедуру листинга на иностранной фондовой бирже, входящей в перечень, утвержденный ФСФР России (за исключением ценных бумаг международных финансовых организаций и ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов), либо ФСФР России принято решение о публичном размещении и/или обращении на территории Российской Федерации;
2. осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в случаях, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг);
3. ценные бумаги могут предлагаться неограниченному кругу лиц (за исключением ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов);

4. в ФСФР России представлено уведомление о завершении размещения выпуска ценных бумаг иностранного эмитента в Российской Федерации и раскрыта соответствующая информация в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (за исключением случаев размещения ценных бумаг иностранного эмитента и случаев допуска к торгам ценных бумаг иностранных эмитентов, размещение которых не осуществлялось на территории Российской Федерации);
5. эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;
6. брокер, подписавший проспект соответствующих ценных бумаг иностранного эмитента, и депозитарий, осуществляющий учет прав на такие ценные бумаги, соответствуют требованиям, установленным нормативными правовыми актами ФСФР России;
7. ценные бумаги приняты на обслуживание в расчетном депозитарии;
8. ценные бумаги включены в список ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг

**Процедура включения ценных бумаг эмитентов в Перечень внесписочных ценных бумаг**



## Приложение 4

*Таблица. Основные положительные и отрицательные стороны различных площадок*[108]

| Великобритания (LSE, AIM) | Американская (NYSE, NASDAQ) | Европейская (Euronext, Deutsche Bцrse) | Российская (РТС, ММВБ) |
|---|---|---|---|
| **Плюсы** | | | |
| Наличие широкого спектра инвестиционных групп | Самая крупная и широкая база инвесторов | Наличие всех европейских инвесторов (что предпочтительно для компаний, имеющих деловые связи с европейскими партнерами) | Инвесторы хорошо ориентируются в российских компаниях, что не требует значительных усилий по позиционированию компании |
| Большой и ликвидный рынок | Высокая ликвидность рынка | Достаточно высокая ликвидность рынка | — |
| Возможность использования различных вариантов листинга | Единая система торгов (аукционный рынок и централизованная книга заказов) | Возможность провести листинг в одной стране и затем торговать через интегрированную площадку | — |
| На AIM доля акций в свободном обращении не лимитирована | — | — | Доля акций в свободном обращении не лимитирована |
| — | — | — | Требования к корпоративному управлению достаточно либеральные |
| Не лимитировано количество акционеров | — | Не лимитировано количество акционеров | Не лимитировано количество акционеров |
| Либеральные нормативные требования биржи | — | — | Либеральные нормативные требования биржи |
| Короткое время выхода на | Короткое время выхода на | Короткое время выхода на | — |

[108] Гвардин С. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М: Вершина, 2007, с. 121

| | | | |
|---|---|---|---|
| вторичный рынок (в пределах 7 дней) | вторичный рынок (в пределах 7 дней) | вторичный рынок (в пределах 7 дней) | |
| **Минусы** | | | |
| — | Жёсткие требования листинга | Жёсткие требования листинга | — |
| — | — | Менее ликвидный рынок по сравнению с LSE, NYSE | Слаболиквидный рынок по сравнению с зарубежными площадками |
| Высокие расходы размещения (для средних компаний) | Высокие расходы размещения (для средних компаний) | — | — |
| Жёсткие требования к корпоративному управлению (наличию независимых директоров, комитетов и пр.) | Жёсткие требования к наличию независимых директоров в совете директоров (большинство) | Требования к наличию независимых директоров | — |
| Некоторые методы торгов могут быть неясными для российских эмитентов (SET/SEAQ/IOB) | — | — | — |
| Не менее 25 % акций должно быть в свободном обращении | Требования к объему акций в свободном обращении (не менее 5 млн долл.) | — | — |
| — | Количество акционеров не менее 400 | — | — |
| Налог на фондовые операции | — | — | — |

## Приложение 5

*Таблица. Стоимость услуг фондовых бирж при проведении IPO*[109].

| Биржа | Стоимость услуг, тыс. Евро |
|---|---|
| 1. *Европейская* Euronext<br>Deutsche Bцrse | 85,0<br>7,5 (включая листинг) |
| 2. *Российская*<br>ММВБ<br>РТС | <br>2,8 допуск + 3,7 за листинг + 0,3 ежегодно<br>2,0 за листинг + 0,250 ежегодно |
| 3. *Великобритания*<br>LSE<br>AIM | <br>85,0 допуск + 8,0 ежегодно<br>5,7 допуск + 5,7 ежегодно |
| 4. *Американская*<br>Nasdaq<br>NYSE | <br>120,0 допуск + 40,0 ежегодно<br>140,0 допуск + от 30,0 ежегодно |

[109] Гвардин С. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М: Вершина, 2007, с. 108

## Приложение 6

*Таблица. Количество размещений на международных биржах за 2010 год*[110].

| Биржа | 2010 Всего | Компании резиденты | Иностранные Компании |
|---|---|---|---|
| **Страны Америки** | | | |
| Bermuda SE | 2 | 0 | 2 |
| BM&FBOVESPA | 18 | 17 | 1 |
| Buenos Aires SE | 4 | 4 | 0 |
| Colombia SE | 3 | 2 | 1 |
| Lima SE | 14 | 9 | 5 |
| Mexican Exchange | 27 | 6 | 21 |
| NASDAQ OMX | 195 | 167 | 28 |
| NYSE Euronext (US) | 163 | 113 | 50 |
| Santiago SE | 2 | 2 | 0 |
| TSX Group | 333 | 307 | 26 |
| **Азиатско -Тихоокеанский регион** | | | |
| Australian Securities Exchange | 113 | 102 | 11 |
| Bombay SE | 67 | 67 | 0 |
| Bursa Malaysia | 29 | 26 | 3 |
| Colombo SE | 10 | 10 | 0 |
| Hong Kong Exchanges | 113 | 107 | 6 |
| Indonesia SE | 23 | 23 | 0 |
| Korea Exchange | 107 | 100 | 7 |
| National Stock Exchange India | 127 | 126 | 1 |
| Osaka Securities Exchange | 17 | 17 | 0 |
| Philippine SE | 5 | 5 | 0 |
| Shanghai SE | 29 | 29 | 0 |
| Shenzhen SE | 321 | 321 | 0 |
| Singapore Exchange | 36 | 17 | 19 |
| Taiwan SE Corp. | 41 | 23 | 18 |
| Thailand SE | 11 | 11 | 0 |
| Tokyo SE Group | 26 | 26 | 0 |
| **Европа - Африка- Ближний Восток** | | | |
| Amman SE | 5 | 5 | 0 |
| Athens Exchange | 2 | 2 | 0 |
| BME Spanish Exchanges | 53 | 52 | 1 |
| Budapest SE | 6 | 6 | 0 |
| Casablanca SE | 2 | 1 | 1 |
| Cyprus SE | 0 | 0 | 0 |
| Deutsche Bцrse | 108 | 29 | 79 |
| Egyptian Exchange | 16 | 16 | 0 |
| Irish SE | 0 | 0 | 0 |
| Istanbul SE | 23 | 22 | 1 |
| Johannesburg SE | 14 | 11 | 3 |

[110] Информационный портал «world exchanges» - http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2010%20WFE%20Market%20Highlights.pdf

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ljubljana SE | 0 | 0 | 0 |
| London SE Group | 188 | 146 | 42 |
| Luxembourg SE | 39 | 0 | 39 |
| Malta SE | 1 | 1 | 0 |
| Mauritius SE | 1 | 1 | 0 |
| MICEX | 24 | 23 | 1 |
| NASDAQ OMX Nordic Exchange | 23 | 20 | 3 |
| NYSE Euronext (Europe) | 52 | 44 | 8 |
| Oslo Bцrs | 19 | 14 | 5 |
| Saudi Stock Market - Tadawul | 11 | 11 | 0 |
| SIX Swiss Exchange | 1 | 0 | 1 |
| Tehran SE | 4 | 4 | 0 |
| Tel Aviv SE | 22 | 17 | 5 |
| Warsaw SE | 109 | 109 | 0 |
| Wiener Bцrse | 7 | 1 | 6 |

# Приложение 7

**Тарифы**[111]

Размеры вознаграждения за услуги по включению ценных бумаг в Котировальные списки ФБ ММВБ, поддержанию ценных бумаг в Котировальных списках, проведению экспертизы ценных бумаг и допуск ценных бумаг к размещению.

Вознаграждение за проведение процедур допуска к торгам в Перечне **внесписочных ценных бумаг** на ФБ ММВБ **не взимается**.

Размер вознаграждения за услуги по допуску к размещению каждого отдельного выпуска (типа) **акций** (депозитарных расписок на акции) составляет**100 тыс. руб.** без учета НДС. Размер вознаграждения за услуги по проведению продажи пакетов акций (депозитарных расписок на акции) на торгах ЗАО "ФБ ММВБ" составляет **100 тыс. руб.** без учета НДС.

Услуги по допуску ценных бумаг к размещению на ФБ ММВБ:

3.1. Размер вознаграждения за услуги по допуску к размещению на ФБ ММВБ каждого отдельного выпуска облигаций (депозитарных расписок на облигации) составляет:

| Объем выпуска | Порядок определения размера вознаграждения, руб., без учета НДС |
|---|---|
| **до 120 млн руб.** | 0,1 % от объема выпуска |
| **от 120 млн руб. до 1 млрд руб.** | 120 тыс. руб. + 0,01% от размера превышения объема выпуска над 120 млн руб. |
| **свыше 1 млрд руб.** | 208 тыс. руб. + 0,005% от размера превышения объема выпуска над 1 млрд руб., но не более 300 тыс. руб. |

3.2**. Вознаграждение за услуги по размещению федеральных государственных ценных бумаг не взимается.
** - вступает в силу с 01.01.2012.

3.3. Размеры вознаграждения за услуги по допуску к размещению на ФБ ММВБ каждого отдельного выпуска биржевых облигаций составляет:

| Объем выпуска | Порядок расчета размера оплаты |
|---|---|
| **до 120 млн руб.** | 0,05 % от объема выпуска |
| **от 120 млн руб. до 1 млрд руб.** | 60 000 руб. + 0,005% от размера превышения объема выпуска над 120 млн руб. |
| **свыше 1 млрд руб.** | 104 000 руб. + 0,0025% от размера превышения объема выпуска над 1 млрд руб., но не более 150 000 руб. |

3.4. Размер вознаграждения за услуги по допуску к размещению на ФБ ММВБ каждого отдельного выпуска облигаций Банка России составляет:

| Количество выпусков в год | Утвержденный тариф, без учета НДС |
|---|---|

[111] Биржа «РТС-ММВБ» - http://rts.micex.ru/s21

| | |
|---|---|
| **За первый выпуск** | 150 тыс. рублей |
| **За второй и последующие выпуски (при условии подачи документов на допуск к размещению в течении того же календарного года, что и первый выпуск)** | 50 тыс. рублей за каждый выпуск |

4. Услуги по включению ценных бумаг в Котировальные списки ФБ ММВБ, поддержанию в Котировальных списках ФБ ММВБ и проведению экспертизы ценных бумаг:

4.1. Размер вознаграждения за услуги по включению каждого отдельного выпуска ценных бумаг в Котировальные списки ФБ ММВБ, поддержанию в Котировальных списках ФБ ММВБ и проведению экспертизы ценных бумаг составляет:

| Котировальный список ФБ ММВБ (далее – КС) | Включение в КС, руб., без учета НДС | Поддержание в КС, руб. в год, без учета НДС | Проведение экспертизы ценных бумаг, руб., без учета НДС |
|---|---|---|---|
| **"А" первого уровня** | 60 000 | 15 000 | 90 000 |
| **"А" второго уровня** | 45 000 | 12 000 | 90 000 |
| **"Б"** | 15 000 | 6 000 | 90 000 |
| **"В"*** | 15 000 | 6 000 | 90 000 |
| **"И"*** | 15 000 | 6 000 | 90 000 |

* за исключением ценных бумаг иностранных эмитентов

4.2. Размер вознаграждения за услуги по включению и поддержанию каждого отдельного выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в Котировальных списках ФБ ММВБ составляет:

| Котировальный список ФБ ММВБ (далее – КС) | Включение в КС, руб., без учета НДС | Поддержание в КС, руб. в год, без учета НДС |
|---|---|---|
| **"А" первого уровня** | 48 000 | 12 000 |
| **"А" второго уровня** | 36 000 | 10 000 |
| **"Б"** | 12 000 | 5 000 |

4.3**. Вознаграждение за услуги по включению и поддержанию в Котировальных списках ФБ ММВБ и экспертизе федеральных государственных ценных бумаг не взимается.
** вступает в силу с 01.01.2012

4.4. Размер вознаграждения за услуги по включению и поддержанию каждого отдельного выпуска облигаций Банка России в Котировальные списки ФБ ММВБ и проведению экспертизы составляет:

| Котировальный список ФБ ММВБ (далее – КС) | Включение в КС, руб., без учета НДС | Поддержание в КС, руб. в год, без учета НДС | Проведение экспертизы ценных бумаг, руб., без учета НДС |
|---|---|---|---|
| **"А" первого уровня** | 50 000 | 10 000 | 10 000 |
| **"А" второго уровня** | 30 000 | 8 000 | 10 000 |
| **"Б"** | 10 000 | 5 000 | 10 000 |

5. Размер вознаграждения за услуги ЗАО "ФБ ММВБ" за присвоение биржевым облигациям идентификационного номера составляет:

| Количество выпусков | Утвержденный тариф, без учета НДС |
|---|---|
| **За первый выпуск** | 150 тыс. рублей |
| **За второй и последующие выпуски (при условии одновременной подачи документов на присвоение идентификационного номера)** | 50 тыс. рублей за каждый выпуск |

6. Интеграционный тариф листинга *утвержден Решением Совета директоров ЗАО "ФБ ММВБ" 23.09.2011 (Протокол № 5) действует с 03.10.2011*

1. включение ценных бумаг в котировальные списки ФБ ММВБ соответствующей категории – 100 рублей (без учета НДС)*;
2. поддержание ценных бумаг в котировальном списке ФБ ММВБ в течение 2011 года – 100 рублей (без учета НДС)**;
3. экспертиза ценной бумаги – 100 рублей (без учета НДС)*.

* взимается ЗАО "ФБ ММВБ", начиная с "03" октября 2011 года и до "30" марта 2012 года.
** действует с "03" октября 2011 года и до "31" декабря 2011 года.

**Условия предоставления ЗАО "ФБ ММВБ" услуг по Интеграционному тарифу листинга**

1. Возможность оплатить услуги ЗАО "ФБ ММВБ" по Интеграционному тарифу листинга предоставляется эмитенту (Управляющей компании ПИФа) только один раз в отношении каждого из выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг, соответствующих п. 2 настоящих Условий, при условии подачи таким эмитентом (Управляющей компанией ПИФа) полного комплекта документов для прохождения процедуры листинга в ЗАО "ФБ ММВБ" до 01.03.2012.
2. ЗАО "ФБ ММВБ" может предоставить услуги по Интеграционному тарифу листинга в отношении ценных бумаг, отвечающих одному из следующих условий:
   a. ценные бумаги данного выпуска (дополнительного выпуска) в период с 01.10.11 по 31.12.2011 являлись (являются) включенными в Котировальный список ОАО "РТС" и при этом не допущены к торгам в ЗАО "ФБ ММВБ", или
   b. ценные бумаги данного выпуска (дополнительного выпуска) в период с 01.10.11 по 31.12.2011 являлись (являются) включенными в Котировальный список ОАО "РТС" и при этом включены в Перечень внесписочных ценных бумаг ЗАО "ФБ ММВБ".
3. Включение ценных бумаг в Котировальный список ЗАО "ФБ ММВБ" соответствующей категории осуществляется ЗАО "ФБ ММВБ" при условии соответствия данной ценной бумаги требованиям данного Котировального списка в соответствии с Правилами листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО "ФБ ММВБ".