**Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»**

На правах рукописи

Напольнов Андрей Викторович

СТРУКТУРИРОВАНИЕ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
кандидат экономических наук, доцент
Гусева Ирина Алексеевна

Москва 2011

Содержание

Введение 3

Глава 1. Теоретические аспекты первичных публичных размещений акций 12

§1.1. Общие вопросы подготовки и проведения первичных публичных размещений акций 12

§1.2. Ценообразование и факторы недооценки акций при первичных публичных размещениях 27

§1.3. Содержание и особенности структурирования первичных публичных размещений акций 39

Глава 2. Международная и российская практика первичных публичных размещений акций 57

§2.1. Международная практика и тенденции развития мирового рынка первичных публичных размещений акций 57

§2.2. Опыт проведения первичных публичных размещений акций российских компаний 69

§2.3. Сравнительный анализ доходности первичных публичных размещений акций 86

Глава 3. Возможности формирования оптимальной структуры первичных публичных размещений акций 104

§3.1. Стратегические альтернативы компаний при структурировании первичных публичных размещений акций 104

§3.2. Инструменты повышения инвестиционной привлекательности эмитентов при проведении первичных публичных размещений 142

Заключение 156

Литература 165

Приложения 178

Введение

Актуальность темы исследования. Развитие российской экономики определяет потребность компаний в инвестиционных ресурсах и формирует спрос на услуги финансовых посредников. Среди таких услуг – первичное публичное размещение акций (далее IPO – Initial Public Offering – или первичное размещение).

В первое десятилетие XXI века мировой рынок IPO достиг максимальных объемов за историю существования, а первичные размещения акций стали играть еще более важную роль в инвестиционном процессе, сформировались определенные тенденции в развитии рынка. Нестабильность на финансовых рынках в 2008-2009 гг. и второй половине 2011 г. повлекла уменьшение активности на первичных рынках и изменение внешних условий проведения первичных публичных размещений. В связи с этим необходимо проанализировать основные тенденции развития рынка IPO и определить направления его развития на среднесрочную перспективу.

В условиях усиления глобальной конкуренции за капитал вопрос сравнительной доходности размещаемых акций имеет большое значение. Российские размещения исторически показывали меньшую доходность в сравнении с размещениями зарубежных компаний как развитых, так и развивающихся рынков, что негативно сказывается на восприятии иностранными инвесторами российского рынка IPO и потенциальных эмитентов из России. Это определяет необходимость исследования фундаментальных факторов, оказывающих влияние на ценообразование при первичных публичных размещениях акций российских компаний.

При организации первичного публичного размещения акций каждая компания требует индивидуального подхода, что объясняется не только особенностями и потребностями бизнеса, но и видением менеджмента и акционеров эмитента. Структурирование первичного размещения акций предполагает выбор определенных параметров размещения и направлено на достижение целей акционеров, которые, как правило, стремятся

максимизировать поступления от продажи акций. Практика российского рынка показывает, что не всегда эмитенты используют имеющиеся возможности по структурированию размещений, что неблагоприятно отражается на их результатах. Для повышения эффективности результатов первичных публичных размещений российских компаний необходимо решить задачу по определению составляющих оптимальной структуры размещения.

Если в конце 90-х годов XX века размещения акций российских компаний были немногочисленны, в 2005-2007 гг. российский первичный рынок превратился в один из крупнейших в мире. В 2008-2009 гг. в результате мирового финансового кризиса количество размещений уменьшилось. В 2010 г. началось восстановление рынка, однако новая волна нестабильности во второй половине 2011 г., связанная с долговыми проблемами стран еврозоны, поставила под вопрос точные сроки восстановления первичных рынков. Тем не менее, учитывая масштабы экономики России и количество компаний, объявлявших о планах проведения размещений, российский рынок IPO имеет значительный потенциал.

Вышеизложенное свидетельствует о значимости исследования опыта проведения первичных публичных размещений акций российских компаний и определяет актуальность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Вопросам организации первичных публичных размещений акций посвящены работы зарубежных и российских экономистов: С.В. Гвардина, Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, С.В. Лосева, В.Д. Никифоровой, В.А. Макаровой, В.Г. Балашова, В.А. Ирикова, С.И. Ивановой, Р. Геддеса [R. Geddes], Д. Дрейхо [J. Dreyho], Ф. Эспинасса [P. Espinasse] и др. В современной научной и практической литературе используется ряд понятий, некоторые из которых не являются до конца определенными или не в полной мере отражают экономическую сущность явлений и поэтому требуют уточнения. В частности, с целью корректного и последовательного формирования статистической базы по IPO необходимо

уточнить понятия «первичное публичное размещение», «рынок первичных публичных размещений» и определить понятие «структурирование первичного публичного размещения».

Отдельные вопросы развития мирового и российского рынков IPO затронуты в работах Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, В.Г. Балашова, В.А. Ирикова, Г.Р. Марголита и др. В зарубежной литературе данная тема получает развитие, прежде всего, в практической литературе: материалах бирж и компаний-консультантов. Отдельные аспекты тенденций развития рынков IPO отражены в работах Д. Риттера [J. Ritter], Р. Геддеса [R. Geddes], Д. Дрейхо [J. Dreyho] и др. В научной литературе отсутствует комплексное изучение данных вопросов, уделено недостаточное внимание взаимосвязи развития российского и мирового рынков IPO.

Проблема определения цены размещения и вопросы недооценки являются центральными в значительном числе зарубежных исследований. Среди наиболее значимых можно отметить работы Д. Барона [D. Baron], И. Велча [I. Welch], Д. Риттера [J. Ritter], Т. Лафрана [T. Loughran], А. Лйунгвиста [A. Ljungqvist], Л. Бенвенисте [L. Benveniste], Р. Картера [R. Carter], Ф. Корнелли [F. Cornelly], К. Рока [K. Rock], Р. Ибботсона [R. Ibbotson] и др. Среди российских исследований данной проблемы можно отметить работы И.В. Ивашковской, С.И. Ивановой, В.А. Ирикова. Результаты имеющихся исследований не объясняют особенностей недооценки на российском рынке, а вопрос о том, какие факторы оказывают на нее воздействие, остается открытым.

Отдельные вопросы по структурированию первичных публичных размещений акций российскими эмитентами рассмотрены в работах С.В. Гвардина, Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, С.В. Лосева, В.Д. Никифоровой, В.Г. Балашова и др. В опубликованных работах отсутствует комплексное исследование проблем структурирования IPO.

Актуальность и недостаточная степень научной разработанности указанных вопросов предопределили выбор темы, цель и основные задачи диссертации.

Цель и задачи исследования. Цель исследования состоит в разработке комплекса теоретико-методических положений и практических рекомендаций по проведению первичных публичных размещений акций.

Для достижения цели исследования поставлены следующие задачи:

- уточнить понятийный аппарат в рамках тематики исследования;
- выделить основные направления развития мирового и российского рынков первичных публичных размещений акций в среднесрочной перспективе на основе анализа их современного состояния;
- определить факторы, оказывающие влияние на установление цены размещения акций и причины низкого значения доходности первого дня торгов акциями российских компаний в сравнении с аналогичным показателем на зарубежных рынках;
- разработать предложения по структурированию первичных публичных размещений для российских компаний, способствующие повышению эффективности их результатов, на основе анализа практики структурирования первичных публичных размещений акций российских эмитентов в период 1996-2011 гг.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступают первичные публичные размещения акций. Предметом исследования является организация первичных публичных размещений акций российских компаний.

Методологические и теоретические основы исследования. Методологическую и теоретическую основу исследования составляют научные труды зарубежных и отечественных экономистов, посвященные проблемам первичных публичных размещений, аналитические обзоры российских и зарубежных экспертов в области рынка ценных бумаг. При

разработке темы использованы такие общенаучные методы познания, как анализ, синтез, индукция, дедукция, а также методы исторических экскурсов, группировки, статистического и графического анализа.

Информационная база исследования. Информационную базу исследования составили исторические статистические данные международных информационных агентств Bloomberg и Thomson Reuters, информационных ресурсов Dealogic и Lionshares, официальные сайты организаторов торговли, саморегулируемых организаций, российских и зарубежных органов исполнительной власти, наделенных полномочиями по регулированию рынка ценных бумаг, сайты компаний-эмитентов и проспекты ценных бумаг.

Область исследования. Диссертация выполнена в рамках специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации (по экономическим наукам).

Научная новизна исследования. Научная новизна исследования заключается в обосновании предпосылок и формировании оптимальной структуры первичных публичных размещений.

Новыми являются следующие научные результаты исследования:

- внесены дополнения в понятийный аппарат финансового рынка: уточнены определения «первичного публичного размещения», «рынка первичных публичных размещений», которые в контексте работы в большей степени раскрывают экономическую сущность явлений; раскрыто содержание понятия «структурирование первичного публичного размещения»;
- определены основные особенности развития мирового рынка IPO в 2005-2010 гг. и первой половине 2011 г., оказавшие влияние на структурирование первичных публичных размещений; сформирован и обоснован прогноз относительно перспектив развития рынка первичных публичных размещений при условии

стабилизации экономической ситуации в американской и европейской экономиках; обоснованы основные прогнозируемые тенденции – увеличение доли компаний малой и средней капитализации, увеличение рисков рынка IPO, стабилизация доли размещений компаний из развивающихся стран, усиление роли национальных бирж и увеличение внимания инвесторов к бизнесу эмитентов при принятии решения об инвестировании;

- выделены этапы развития российского рынка IPO на основе особенностей структурирования первичных публичных размещений; обоснованы основные тенденции развития рынка в период до 2020 г. – рост активности эмитентов при условии стабилизации ситуации на мировом рынке IPO, диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов, уменьшение среднего размера IPO, увеличение участия розничных инвесторов, рост доли национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств;
- выявлено, что причины низкого значения первоначальной доходности российских IPO в сравнении с аналогичным показателем на зарубежных рынках связаны с особенностями взаимодействия эмитентов и инвестиционных банков на российском рынке, высокой конкуренцией на рынке инвестиционных услуг и высокой ролью акционеров в процессах размещений;
- определены стратегические направления структурирования первичных публичных размещений, к которым относятся выбор рынка размещения, ценных бумаг, механизмов и каналов продаж; по каждому из направлений структурирования разработаны рекомендации, соблюдение которых должно способствовать улучшению результатов размещений.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость работы заключается в уточнении и дополнении понятийного

аппарата, характеризующего первичные публичные размещения, что важно для корректного определения направлений повышения эффективности размещений. Выводы исследования по структурированию размещений и проблеме первоначальной доходности расширяют теоретические представления о подготовке первичных публичных размещений и предлагают новые подходы к решению проблемы повышения эффективности привлечения капитала российскими эмитентами на финансовых рынках.

Практическая значимость исследования заключается в том, что положения и выводы диссертации ориентированы на широкое использование как финансовыми консультантами и инвестиционными банками, так и эмитентами при принятии решений относительно финансовой стратегии в части привлечения акционерного капитала. Предложенные варианты структурирования первичных публичных размещений могут быть применены инвестиционными банками для выбора оптимальной структуры размещения. Выводы относительно выпуска депозитарных расписок, включения ценных бумаг в индекс и выбора инвесторов могут использоваться эмитентами при принятии стратегических решений о проведении как первичных, так и последующих размещений акций.

Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут использоваться в экономических вузах при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Зарубежные финансовые рынки», «Финансовые рынки и институты», «Инструменты финансового рынка».

Апробация и внедрение результатов исследования. Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития

финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Результаты работы докладывались и получили одобрение на следующих научных мероприятиях:

- «Круглый стол» на тему «Роль финансовой, банковской и валютной систем в инновационном развитии экономики» (2009 г., Финакадемия, Москва);
- Международный российско-германский семинар «Посткризисное развитие финансовой архитектуры» (2009 г., Финакадемия, Москва);
- «Круглый стол» на тему «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы инновационного развития экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (2010 г., Финансовый университет, Москва).

Материалы диссертации используются в практической деятельности ОАО «Альфа-Банк» при подготовке первичных публичных размещений акций.

Основные положения диссертации используются в практической деятельности компании X5 Retail Group при формировании стратегии работы на рынке акционерного капитала.

Результаты работы используются в учебном процессе при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки» на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета.

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

Публикации по теме исследования. Результаты диссертационного исследования опубликованы в 7 научных работах общим объемом 6,64 п.л., (авторский объем – 6,54 п.л.), в т.ч. 3 работы общим объемом 2,46 п.л.

(авторский объем – 2,36 п.л.) в журналах, определенных ВАК Министерства образования и науки РФ.

Структура и объем диссертации. Структура диссертационной работы обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

Глава 1. Теоретические аспекты первичного публичного размещения акций

§1.1. Общие вопросы подготовки и проведения первичных публичных размещений акций

У зрелой компании, которой необходимо профинансировать инвестиционный проект, есть различные альтернативы: использовать собственную чистую прибыль и накопленную амортизацию, привлечь кредит в банке или провести эмиссию корпоративных ценных бумаг, с возможным размещением либо среди существующих акционеров, либо среди третьих лиц, включая ограниченный и неограниченный круг инвесторов. Данные источники финансирования потребности в капитале можно классифицировать следующим образом (рис.1):

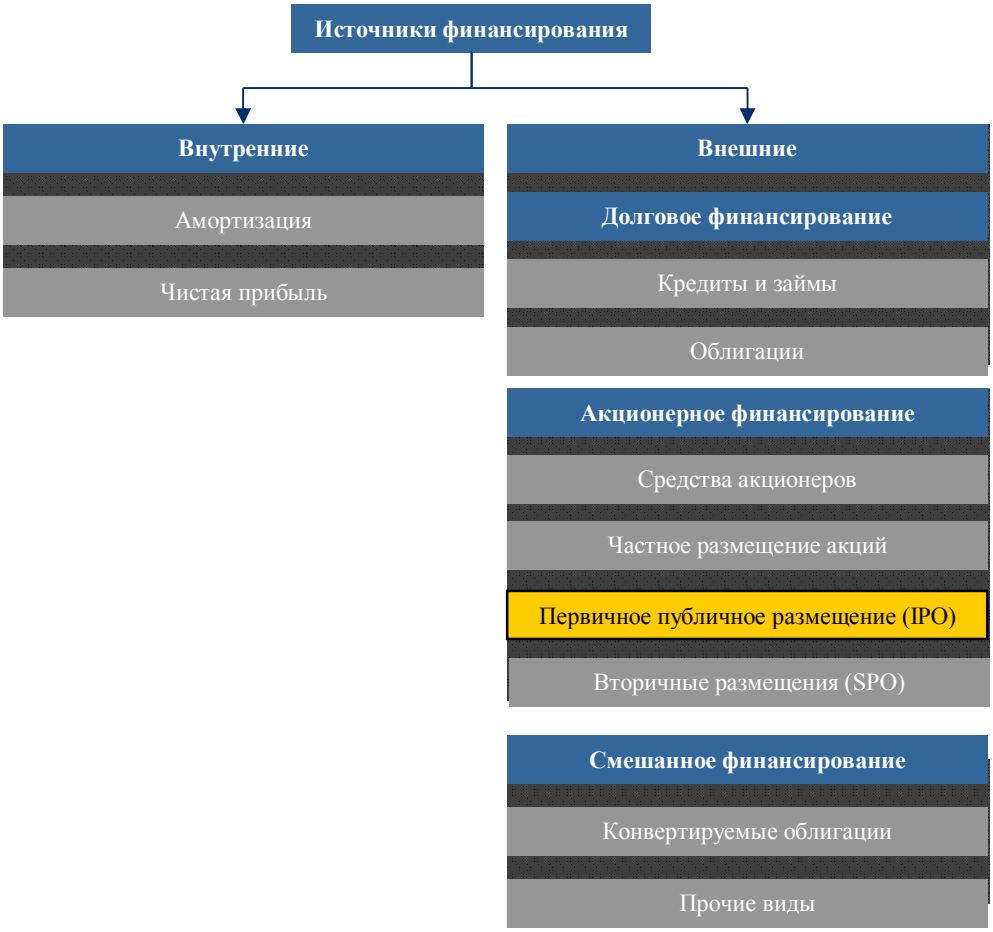


Рис. 1. Классификация источников финансирования

Таким образом, компания делает выбор между внешними и внутренними источниками, долговым и акционерным способами финансирования и их видами. Предпочтения компании определяются как стоимостью привлечения средств, так и особенностями эмитента, в том числе этапом его развития. Наиболее распространенным является путь от использования средств учредителей и банковского кредита через частное размещение или выпуск облигаций к публичному размещению акций (рис. 2).

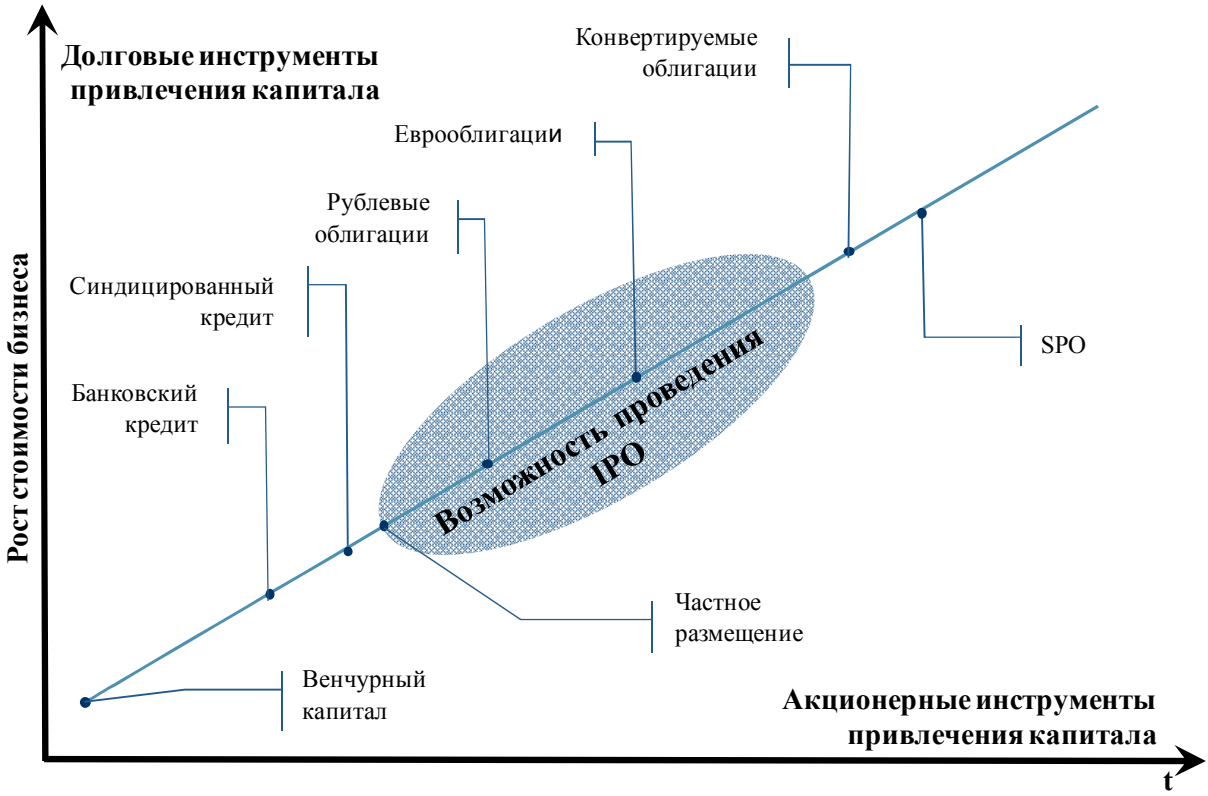


Рис. 2. Классификация источников финансирования в зависимости от этапа развития компании

В то же время использование сложных способов привлечения капитала возможно уже на начальных этапах – работа с фондами прямых и венчурных инвестиций или первичное публичное размещение акций на специальной торговой площадке для малых и средних компаний.

Возможности привлечения дополнительного капитала связаны с общей долговой нагрузкой компании. Стоимость привлечения кредитов и займов ниже стоимости акционерного капитала, но после превышения оптимальной долговой нагрузки, измеряемой соотношением чистого долга и чистой прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA), получение

дополнительных займов возможно только под более высокий процент. Тогда компания должна использовать возможности акционерного финансирования (рис. 3).

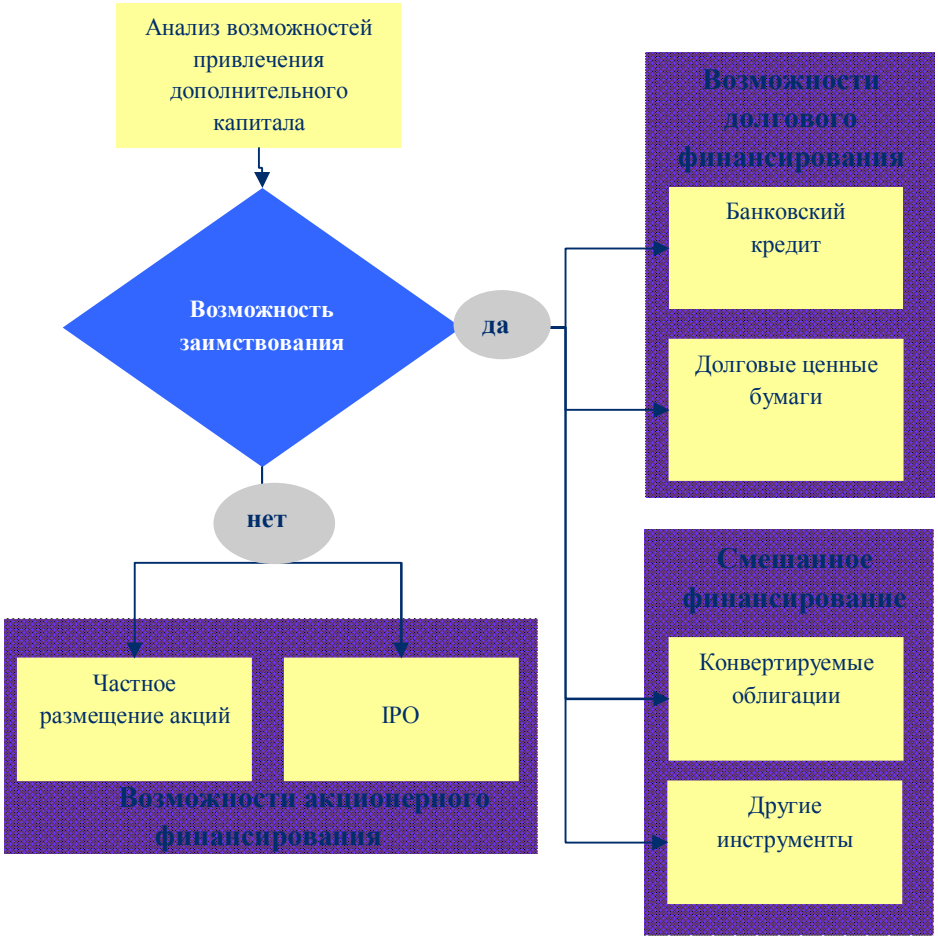


Рис. 3. Анализ возможностей привлечения дополнительного капитала

Выбор между частным и публичным размещениями акций осуществляется исходя из текущих возможностей компании. Процедуры подготовки эмиссии во многом схожи, и ключевым отличием является сохранение статуса частной компании при частном размещении и менее строгие требования инвесторов к корпоративному управлению.

Если привлечение долгового финансирования в сравнении с акционерным требует меньше организационных и подготовительных усилий, а частное размещение технически проще в сравнении с IPO, то можно считать последнее самой сложной из процедур привлечения финансирования с точки зрения подготовки и организации.

Понятие IPO (Initial Public Offering) заимствовано из зарубежной литературы и дословно переводится как «первичное публичное предложение». Хотя в термине отсутствует ссылка на вид предлагаемых ценных бумаг, термин применяется по отношению к акциям. В российской литературе устоявшимся переводом термина является «первичное публичное размещение». Первичное публичное размещение предполагает, что акции впервые предлагаются широкому кругу инвесторов, а компания получает листинг на бирже.

Несмотря на несложную сущность данного явления, существует несколько подходов к определению IPO, что ведет к практическим проблемам. В частности, появляются значительные различия в статистических данных, представляемых различными участниками рынка ценных бумаг по количеству сделок и объему рынка. Трудности возникают при отнесении конкретной сделки к классу публичных первичных размещений и определении объема размещения.

Лондонская фондовая биржа под IPO понимает все случаи размещения акций предприятиями, которые впервые публично предложили свои акции на ее торгах[1]. При этом во внимание не принимаются факты допуска к торгам или размещения на других биржах. Однако, более широкое распространение получило изначальное американское понимание термина: первичным размещением считается только то размещение, при котором предложение акций неограниченному кругу инвесторов происходит впервые, а каждое последующее после IPO публичное предложение широкому кругу инвесторов дополнительного (нового) выпуска акций предприятия, чьи бумаги уже обращаются на фондовой бирже, классифицируется в качестве доразмещения (follow-on), также называемого вторичным размещением акций (Secondary Public Offering - SPO). В частности, такого мнения придерживается Росс Геддес, который определяет IPO как первую публичную продажу акций

[1] Например, в годовом отчете ЛФБ London Stock Exchange Annual report 2008 (http://www.londonstockexchange.com/)

компании и листинг на фондовой бирже[2]. Эта разница между европейским и первоначальным американским подходом порождает серьезную путаницу: ряд исследователей рассматривает IPO в широком смысле, а ряд – делает специальные корректировки, которые учитывают суть размещений, тем самым приближая термин IPO к его исходному значению.

При размещении могут предлагаться как уже существующие акции (secondary shares – вторичные акции, акции основного выпуска), находящиеся во владении акционеров (сами акционеры, которые продают акции, называются «продающими акционерами»), так и акции нового выпуска. Капитал компания получает только от предложения акций нового выпуска (primary shares – первичные акции, акции дополнительного выпуска). Влияние структуры предложения акций на классификацию сделки было рассмотрено в работах А.Федорова[3].

Возможны и более сложные конструкции, когда часть акций дополнительного выпуска выкупается существующими акционерами в рамках размещения, а значит, не должна включаться в расчет объема размещения, или когда весь выпуск состоит из вторичных акций, продаваемых акционером, который впоследствии выкупает первичные акции по подписке в свою пользу.

В российском праве непосредственное отношение к IPO имеют закрепленные в федеральном законе «О рынке ценных бумаг»[4] понятия:

- *размещение эмиссионных ценных бумаг* – отчуждение ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок;
- *публичное размещение ценных бумаг* – размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение на торгах фондовых бирж[5].

---

[2] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – с. 3
[3] Федоров А. Теоретические аспекты IPO. / А.Федоров // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – М. – 2006 - № 5 (24). - с. 17
[4] Федеральноый закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 2

Таким образом, российское право объединяет первичные публичные размещения и вторичные публичные размещения в категорию публичное размещение ценных бумаг.

Я.М.Миркин определяет IPO как эффективный механизм привлечения финансирования на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов.[6]

В исследовании, подготовленном НАУФОР под названием «Идеальная модель фондового рынка»[7] и охватывающим широкий спектр проблем финансового рынка России с рекомендациями по их преодолению, IPO рассматривается с точки зрения привлечения инвестиций, поэтому при анализе первичного рынка авторы работы исключают продажу акций акционерами, анализируя статистику только по размещению первичных акций.

Налицо явная методологическая проблема, практическое решение которой сопряжено с созданием статистики по размещениям.

Для формирования определения IPO необходимо выявить неотъемлемые черты рассматриваемого явления:

- при проведении первичного публичного размещения акций продавец акций получает денежный эквивалент их стоимости, т.е. IPO – это способ привлечения капитала компанией или собственником;
- организаторы размещения не останавливают ограничений по приобретение акций, т.е. IPO предполагает возможность участия всех желающих инвесторов;

---

[5] Также в упомянутом законе определены *выпуск эмиссионных ценных бумаг* (совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость), *дополнительный выпуск эмиссионных ценных бумаг* (совокупность ценных бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска эмиссионных ценных бумаг).

[6] Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 224 с.

[7] Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020г.): российский фондовый рынок и создание международного финансового центра, Центр Развития Фондового рынка, Ernst & Young, Thomas Murray, 2008

- у компании появляться как результат размещения несколько десятков или сотен миноритарных инвесторов, т.е. IPO связано с преобразованием частной компании в публичную;
- создается организованный рынок акциями эмитента, т.е. IPO предполагает получение листинга на фондовой бирже.

Резюмируя вышесказанное, можно дать следующее определение понятию IPO. **Первичное публичное размещение** – это предложение акций компанией-эмитентом или продающими акционерами неограниченному кругу инвесторов, предполагающее преобразование бизнеса из частного в публичный с одновременным прохождением процедуры листинга на фондовой бирже.

В отличие от определений других авторов, наше новое определение наиболее полным образом учитывает экономическую сущность первичных публичных размещений и практику организации размещений.

Компания, предлагающая свои акции широкому кругу инвесторов, преследует определенные цели. В литературе, преимущественно российской, как правило, указывается достаточно широкий перечень целей IPO, который часто отождествляется с преимуществами, публичной компании в сравнении с частной. В западных источниках приводятся более четкие цели. Например, Р.Геддес считает, что IPO преследует лишь две цели: увеличение собственного капитала компании и выход существующих акционеров из бизнеса[8]. Я.М.Миркин и С.В.Лосев[9] к целям IPO относят: повышение капитализации, привлечение инвестиций, реструктуризация бизнеса и прочие цели. В рамках каждой из целей Я.М.Миркин выделяет конкретные задачи, которые решает эмитент. Надо сказать, что ряд целей, выделяемых авторами данной работы как в составе прочих целей (например, создание опционных программ, маркетинг предприятия), так и цель IPO как повышение капитализации бизнеса являются теми возможностями, которые дает IPO.

---

[8] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – 11 с.
[9] Миркин Я.М. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO, материалы конференции в Финансовой академии, Москва 2007, (http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3213/)

На основе анализа российской и международной практики IPO (приводимой далее в главе 2 следует выделить следующие **цели размещений**: 1) привлечение капитала, 2) обеспечение выхода из капитала компании текущих акционеров, 3) специфические цели эмитента.

К специфическим целям эмитента можно отнести создание валюты для слияний и поглощений эмитентом, активным на рынке слияний и поглощений, и пр.

Компания, принимая решения о проведении IPO, взвешивает все «за и против» этой процедуры. В литературе авторы выделяют различные преимущества и недостатки IPO, значительная информация по этим вопросам содержится и в маркетинговых материалах бирж и инвестиционных банков, которые стремятся стимулировать спрос со стороны потенциальных эмитентов[10]. Можно утверждать, что для эмитента и акционеров **преимуществами** IPO по сравнению с другими формами финансирования будут привлечение значительного объема капитала, не предполагающего возврата и обязательных периодических выплат, монетизация доли в компании акционерами, получение рыночной оценки стоимости компании и формирование рынка акций компании, возможность создания стимулирующих программ для работников компании и менеджмента через опционы на акции, возможность использовать акции как валюту в сделках на рынке корпоративного контроля, снижение стоимости привлечения денежных ресурсов, возможность привлечения акционерного финансирования в будущем.

При этом трансформация бизнеса в публичный будет иметь и ряд серьезных **недостатков**, таких как дополнительные издержки на консультантов, реорганизацию, на оплату труда новых сотрудников, в т.ч. независимых директоров, необходимость полного раскрытия информации, появление новых миноритарных акционеров, усложнение процесса

[10] Например в отчете “IPO на ФБ ММВБ” (http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/guide), отчете Guide to the Main Market Лондонской фондовой биржи (http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/)

корпоративного управления. Кроме того, для привлечения капитала потребуется около 6 месяцев подготовки.

Первичное публичное размещение как **продукт инвестиционного банка** представляет собой совокупность определенных действий, производимых банком-организатором[11] совместно с компанией-эмитентом с момента получения мандата (заключения договора об оказании услуг по организации размещения) до окончания действий по поддержке цены акций. Непосредственно предложение и размещение акций – лишь завершающие этапы IPO как инвестиционно-банковского продукта.

В силу сложности и объема процедур, требующих знаний и экспертизы из различных областей, в подготовке публичного размещения акций участвует несколько сторон, основными являются непосредственно компания-эмитент, банки-организаторы, юридические консультанты. Функции участников приведены в таблице 1.

Таблица 1

Основные участники процесса размещения

Участник IPO	**Функции**
Компания	▪ Подготовка бизнес плана, финансовых отчетов ▪ Подготовка информации для консультантов ▪ Корпоративные решения и одобрения ▪ Формирование совета директоров и привлечение независимых директоров ▪ Участие в разработке стратегии и позиционирования компании ▪ Участие в структурировании сделки ▪ Участие в подготовке международного проспекта ценных бумаг ▪ Подготовка специального интернет-ресурса, «виртуальной комнаты данных» (data room), с информацией о компании ▪ Содействие в подготовке и проведении презентации для аналитиков и роуд-шоу[12]
Банки-организаторы	▪ Общая координация проекта ▪ Консультирование по вопросам структурирования размещения акций

[11] Банком организатором может выступать как инвестиционный банк, так и универсальный банк, поэтому далее при упоминании организаторов размещения понятие инвестиционный банк используется как тождественное понятию банк-организатор. Принимая во внимание, что IPO является продуктом инвестиционного банка, данная оговорка правомерна.

[12] Серия выездных презентаций компании перед инвесторами, проводимых в рамках маркетинга размещения перед инвесторами (от англ. road-show)

	▪ Взаимодействие с регуляторами и биржами ▪ Разработка стратегии позиционирования компании ▪ Комплексная проверка бизнеса (Due diligence)[13], построение модели бизнеса и оценка ▪ Координация работы по подготовке международного проспекта ▪ Подготовка презентаций для аналитиков и для роуд-шоу ▪ Организация премаркетинга и роуд-шоу ▪ Участие в подготовке андеррайтингового соглашения ▪ Составление книги заявок и определение цены размещения ▪ Стабилизация курса ценных бумаг
Юридический консультант компании	▪ Подготовка юридической документации и заключений по сделке ▪ Участие в структурировании сделки ▪ Подготовка международного проспекта ценных бумаг ▪ Консультирование компании по андеррайтинговому соглашению ▪ Взаимодействие с регуляторами, биржами и типографией ▪ Анализ прочих юридических аспектов размещения
Юридический консультант банков - организаторов	▪ Составление документации по размещению ▪ Редактирование и участие в подготовке международного проспекта ценных бумаг ▪ Разработка принципов аналитического освещения размещения ▪ Экспертиза маркетинговой документации (презентация для роуд-шоу) и презентации для аналитиков ▪ Участие в структурировании сделки ▪ Юридическая комплексная проверка (due diligence) ▪ Анализ прочих юридических аспектов размещения
Аудитор компании	▪ Аудит финансовой отчетности, финансовый due diligence ▪ Редактирование международного проспекта ценных бумаг, содействие в подготовке раздела «Обращение менеджмента» международного проспекта ценных бумаг
Налоговый консультант	▪ Предоставление комфортных писем (comfort letter)[14] и налогового заключения
PR/IR консультант	▪ Координация маркетинговой кампании ▪ Подготовка пресс-релизов
Типография	▪ Печать и доставка инвесторам предварительной и финальной версий международного проспекта

Подготовительные мероприятия к выходу компании на публичный рынок занимают значительное время. Если компания уже обладает необходимыми для публичного бизнеса характеристиками – оптимальной структурой, отлаженной системой ведения бухгалтерского учета по международным стандартам (МСФО) по сегментам бизнеса, корпоративным управлением, известна инвестиционному сообществу, то время на подготовку размещения уменьшается, но не будет меньше полугода.

---

[13] Всестороннее исследование деятельности компании, её финансового состояния и положения на рынке

[14] Комфортное письмо - письмо, выдаваемое организацией или лицом, которое выражает поддержку другому лицу

Можно выделить следующие этапы подготовки и организации первичного публичного размещения:

Предварительная подготовка. На данном этапе после принятия стратегического решения о выходе компании на IPO осуществляются необходимые для превращения компании в публичную изменения: происходит совершенствование процедур корпоративного управления, и процесса подготовки отчетности по МСФО[15], оптимизируется корпоративная структура.

Подготовка к размещению акций. Этап начинается после выбора банков-организаторов. Осуществляются корпоративные процедуры (необходимые решения управляющих органов эмитента), готовится документация по сделке, завершаются действия, начатые на этапе предварительной подготовки, дорабатывается и актуализируется бизнес-план. Документацию, которая готовится при работе над сделкой, можно условно объединить в две группы: маркетинговая и юридическая документация. К маркетинговой документации относятся презентация менеджмента для аналитиков, аналитический отчет, а к юридической - андеррайтинговое соглашение, решение о выпуске, российский и международный проспекты ценных бумаг. Часто перед запуском сделки проводят предварительные встречи с несколькими крупными инвесторами («pilot fishing»).

Маркетинг размещения. На этом этапе осуществляется предложение акций потенциальным инвесторам. Сам этап включает в себя два подэтапа: премаркетинг (также называется «обучением инвесторов» - investor education), на котором проводятся предварительные встречи с инвесторами, аналитики рассказывают о компании, «прощупывается» потенциальный интерес к продаваемой компании, и непосредственно маркетинг, когда инвестиционные банки организуют «дорожное шоу» (от англ. road-show, далее – роуд-шоу) для презентации менеджмента компании перед

[15] Если компания формирует только годовую отчетность по МСФО, то начинается переход к подготовке промежуточной отчетности также в соответствии со стандартами МСФО

инвесторами и двусторонние встречи менеджмента и инвесторов. Росс Геддес в своей книге «IPO и последующие размещения» помимо премаркетинга и маркетинга включает в этап маркетинга определение цены, распределение акций и услуги по стабилизации.[16] С нашей точки зрения, представляется целесообразным выделить последние действия в отдельные этапы.

Закрытие сделки. Этап включает в себя подэтапы определение цены и распределение акций среди инвесторов.

- **Определение цены (pricing).** После закрытия книги заявок на основе анализа поданных заявок определяется цена, по которой акции будут проданы инвесторам.
- **Распределение акций (allocation).** За определением цены сразу же начинается распределение акций или аллокация.

Действия на вторичном рынке. Торги акциями начинаются после завершения расчетов по сделке и переводом акций на счета инвесторов при официальном допуске бумаг к торгам на бирже. В течение месяца инвестиционный банк оказывает при необходимости услуги по стабилизации. Схематично этапы подготовки IPO приведены на рис. 4.

Рис. 4. Этапы подготовки IPO

[16] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – с. 204

Выбор банка-организатора размещения осуществляется компанией на основе конкурса, так называемого «конкурса красоты» (beauty contest), объявляемого эмитентом. При принятии решения о найме банка принимаются во внимание отраслевой опыт инвестиционного банка, возможность банка привлечь инвесторов и провести размещение по максимально возможной цене, наличие сложившихся отношений между банком и эмитентом (выпуск облигационных займов), наличие у эмитента долговых обязательств перед банком, репутация банка и его положение в отраслевых рейтингах.

При организации крупных размещений необходима координация усилий нескольких банков для того, чтобы привлечь максимально возможное число инвесторов. Наиболее значимую функцию имеет глобальный координатор (он же ведущий менеджер), и он же является ведущим книги заявок (bookrunner)[17].

После выбора организаторов размещения начинается подготовка компании к размещению. Стартом к подготовке является первое собрание с участием представителей эмитента и инвестиционных банков (так называемый kick-off meeting), где распределяется ответственность участников и сроки выполнения работ. Пока общество принимает соответствующие корпоративные решения по одобрению эмиссии, а юридические консультанты составляют сопроводительную юридическую документацию для предоставления в регистрирующие органы, инвестиционный банк начинает подготовку маркетинговой документации и осуществление оценки стоимости компании.

Со стороны инвестиционного банка процессом IPO координирует несколько подразделений. Подразделения инвестиционно-банковской деятельности (Investment banking division) - отделы корпоративных финансов (Corporate finance) и рынков акционерного капитала (Equity capital markets) - координируют и участвуют в подготовке сделки на всех этапах. Отдел

[17] См. Приложение 1. Структура синдиката при IPO

аналитических исследований рынка акций (Equity research) участвует в подготовке аналитических отчетов и в общении с инвесторами на этапе премаркетинга. Отдел продаж (Domestic & International Sales) отвечает за продажи ценных бумаг институциональным и розничным клиентам. Отдел по торговле ценными бумагами (Trading desk) поддерживает курс акций в случаи необходимости после закрытия сделки.

Концепция инвестиционного банка предполагает создание «китайской стены» между подразделениями корпоративных финансов и аналитических исследований рынка акций, поскольку конфиденциальная информация, имеющаяся у сотрудников корпоративных финансов, может оказать влияние на инвестиционные рекомендации аналитиков. Для участия аналитиков в сделке проводится так называемая процедура «перевода через стену»: аналитики получают предварительную информацию о финансовых результатах компании, что необходимо для обеспечения возможности выпуска аналитиками полноценного отчета в течение короткого промежутка времени после объявления финансовых результатов за период.

После официальной публикации отчетности компания проводит презентацию для аналитиков для обсуждения финансовых результатов и существенных изменений в развитии компании, что знаменует собой начало активной фазы подготовки IPO. Необходимо отметить, что никакая информация о планируемом размещении не может быть раскрыта в ходе презентации менеджмента. В течение нескольких недель после презентации менеджмента осуществляется подготовка аналитического отчета, который, если это не запрещают внутренние процедуры банка, содержит диапазон оценки компании аналитиком. Это так называемая справедливая стоимость, которая была получена аналитиком отдела исследований рынка. Когда отчет готов, он рассылается потенциальным инвесторам и начинается премаркетинг размещения, задача которого - получение от инвесторов мнения относительно компании.

Комментарии и проблемные вопросы уточняются до начала маркетинга, а потенциальным инвесторам рассылается предварительный проспект ценных бумаг, в котором отсутствует цена предложения и некоторая другая информация по итогам размещения. Серия групповых и индивидуальных встреч и презентаций - роуд-шоу - призваны рассказать инвесторам о компании и стимулировать создание интереса к ее инвестиционной истории. В процессе проведения роуд-шоу инвесторы подают заявки в пределах ценового диапазона, который анонсирован в пресс-релизе о начале сделке и который указывается в презентации для роуд-шоу, составляется книга заявок. Как правило, этот ценовой диапазон может отличаться от того диапазона, который содержался в аналитическом отчете департамента исследований рынка акций. По окончанию маркетинга закрывается книга заявок, определяется цена размещения, акции распределяются среди инвесторов.

В крупных размещениях часто используется практика привлечения якорных инвесторов, которыми могут выступать крупные институциональные инвесторы.

Когда акция пользуется спросом и количество заявок превышает количество предлагаемых акций (книга переподписана), применяются дискретные и недискретные способы распределения акций. **Недискретная аллокация** производится либо на основе пропорционального сокращения размещаемых акций, либо путем распределения акций по жребию. **Дискретная аллокация** предполагает распределение акций индивидуально, на основе совместного решения организаторов и эмитента.

После размещения акций организаторы размещения оказывают эмитенту две основные услуги: аналитическое освещение компании и стабилизация цены. Аналитики продолжают общение с инвесторами по поводу компании, готовят аналитические отчеты и рекомендации инвесторам. Существует понятия «период ограничений» («restricted period») и «период молчания» (blackout period). Период ограничений длится с момента

презентации аналитиков до истечения периода молчания, а период молчания начинается с момента выпуска аналитического отчета и заканчивается через 40 дней после прайсинга. В течение периода молчания аналитики инвестиционных банков не могут выпускать прогнозы относительно будущих финансовых показателей компании.

Стабилизация курса акций осуществляется посредством использования «опциона с превышением» (опцион Гриншу, опцион «зеленый башмачок» или «опцион с превышением» – от англ. «Greenshoe option» и «overallotment option»), если такая форма поддержки разрешается национальным законодательством. Такое необычное название опциона происходит от названия компании Green Shoe Company, впервые использовавшей «опцион с превышением» в процессе размещения акций, состоявшегося в 1963 году. Опцион дает право организаторам размещения продавать дополнительные акции, если спрос на ценные бумаги превысил ожидания. Более подробно о механизме опциона - в разделе 3.1. Последовательность действий в процессе маркетинга показана на рис. 5.

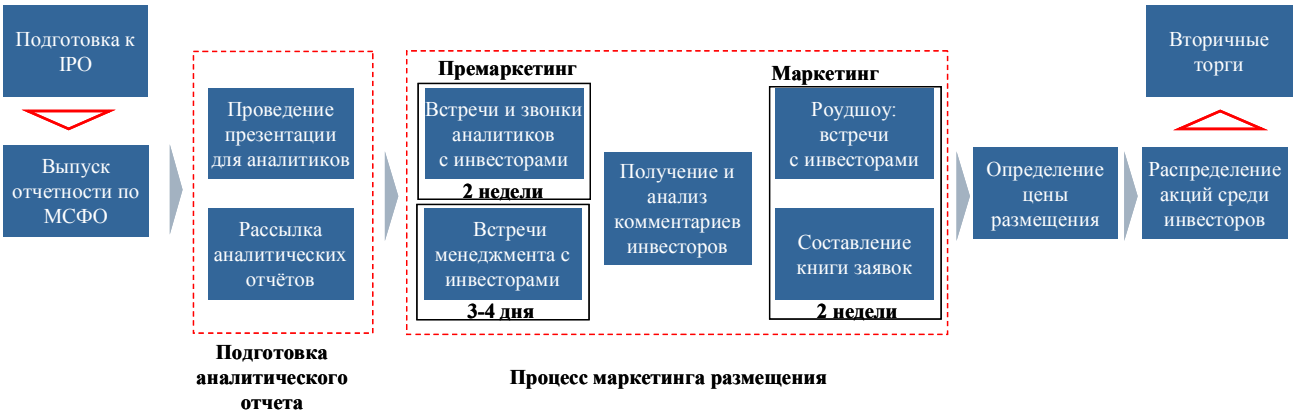


Рис. 5. Процесс подготовки аналитического отчета и маркетинг IPO

§1.2. Ценообразование и факторы недооценки акций при первичных публичных размещениях

Определение цены предложения акций инвесторам - один из наиболее существенных вопросов IPO. Зарубежными авторами написано множество работ по данной проблематике, но, используя разную эмпирическую базу,

исследователи часто приходят к совершенно противоположным выводам по одним и тем же явлениям. Поэтому большая часть вопросов в части ценообразования носит дискуссионный характер.

Ценообразование на акции при выходе компании на IPO происходит сначала на первичном, а затем - на вторичном рынках. При этом существует три базовых механизма определения цены на первичном рынке: установление фиксированной цены (fixed price offering), аукцион (auction) и формирование книги заявок (book-building). Маркетинг размещения проводится при применении любого из них.

При предложении акций по фиксированной цене цена известна заранее, а инвесторы подают заявки только по объявленной цене. Важным недостатком данного механизма является его негибкость: невозможность «подстроить» предложение под спрос.

Аукционный механизм традиционно считается одним из наиболее эффективных механизмов обмена. В сделках IPO используется голландский аукцион: торги начинаются с максимального значения цены, которая понижается по мере подачи заявок. Ценой предложения будет та цена, по которой эмитент сможет реализовать весь выпуск инвесторам.

В случае использования книги заявок на первичном рынке определяется ценовой диапазон, в пределах которого будет назначена цена. После окончания приема заявок организаторы устанавливают окончательную цену предложения, которая и является ценой размещения акций среди инвесторов. После распределения акций начинаются вторичные торги – происходит формирование цены на торгах фондовой биржи.

Рис. 6. Ценообразование на акции при использовании книги заявок

Определение цены акций осуществляется на основе оценки стоимости компании, проводимой банком-организатором. Оценка акций компаний, намеревающихся провести первичное публичное предложение акций - стандартная процедура оценки акций, при которой используются методы дисконтированных денежных потоков и сравнительного анализа.

Предварительная оценка компании проводится уже на этапе, когда банки борются за мандаты на организацию размещения. Впоследствии индикативная оценка уточняется в ходе комплексной проверки компании, а окончательная цена размещения устанавливается на переговорах между эмитентом и привлеченными банками.

Итак, после того как определена цена предложения, акции размещаются среди инвесторов. По прошествии нескольких дней после завершения размещения начинается торговля ценными бумагами на вторичном рынке. С открытия торгов на бирже начинается свободное ценообразование - цена на акции устанавливается рынком.

На некоторых биржах, разрешающих «условные торги» (conditional trading), когда акции начинают обращаться без официального решения биржи о допуске акций к торгам, обращение акций может начаться на следующий день после аллокации. Если же такой возможности нет, то между аллокацией и началом торгов проходит несколько дней, пока акции официально не будут допущены к торгам на фондовой бирже.

Особое значение в теории IPO имеет цена закрытия первого дня торгов. Относительное изменение цены в первый день называется «доходностью первого дня торгов» или «первоначальной доходностью» (initial returns) и определяется по формуле:

$U = (P_c - P_o)/ P_o \times 100\%$, где

U - первоначальная доходность, %

P_c - цена закрытия первого дня

P_o - цена размещения

Впервые вопрос о первоначальной доходности был поставлен в работах Р. Ибботсона [R. Ibbotson][18], Ф. Рейли [F. Reilly][19], Х. Стола [H. Stoll] и А. Керли [A. Curley][20] в 70-е годы XX века. Именно тогда впервые было обращено внимание, что цена размещения акций отличается от цены, формирующейся на вторичном рынке и являющейся наилучшим отражением справедливой стоимости компании.

Первоначальная доходность формирует «первичные прибыли» инвесторов за счет средств, которые недополучены продающими акционерами и эмитентом. Если бы компания продала акции инвесторам по цене закрытия первого дня торгов, а не по цене предложения, то компания и продающие акционеры получили бы больше денежных средств. Эти средства можно было бы привлечь, продав меньшее количество акций. Не зря недополученные средства в профессиональном жаргоне называют «деньгами, оставленными на столе» (money left on the table). Если оплата услуг инвестиционных банкиров является прямыми издержками проведения IPO, то «недополученные» средства - альтернативные издержки проведения IPO.

Эффект высокой начальной доходности также называют занижением цены IPO или «феноменом недооценки» (IPO underpricing). Феномен, хотя и считается аномалией, которой не должно быть на эффективном рынке, существует во всех странах и на всех фондовых рынках без исключения вне зависимости от степени эффективности. Например, на американском рынке, являющимся одним из наиболее эффективных, среднее значение первоначальной доходности в 1960-2011 составило 16,8%. А Т. Лафран [T. Loughran] и Д.Риттер [J. Ritter] отмечают, что более чем при 70% сделок IPO в 80-х, 90-х XX века и начале 2000-х гг. цена закрытия первого торгового дня превышала цену размещения.

---

[18] Ibbotson R. Price performance of common stock new issues // Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P 245.
[19] Reilly F. Further Evidence on short-run results for new issues investors // Journal of financial and quantative analysis, 1973. № 8. P. 83
[20] Stoll H. and Curley A., Small business and new issues market for equities // Journal of financial and quantative economics. 1970. № 5. P. 319

Яркой иллюстрацией явления недооценки служит первичное публичное размещение американской интернет-компании Theglobe.com, организатором которого был американский банк Bear Stearns. Размещение прошло 13 ноября 1998 года по цене $9 за акцию, в течение первого дня торгов цена акции выросла на 1000%, достигнув уровня $97, а затем снизилась, и торги акциями закрылись на отметке $63. И, хотя компания привлекла $30 млн., при имевшемся спросе она «оставила на столе» $200 млн.

Завышение цены не является решением проблемы. Если акции предлагаются инвесторам по цене, выше чем рынок в среднем готов заплатить, то организаторы не сумеют привлечь достаточное количество инвесторов и средств, и в результате IPO не состоится. Но даже если акции удастся разместить в полном объеме, после начала вторичных торгов котировки пойдут вниз, а рынок акций компании не будет ликвидным, в результате чего падение в стоимости бумаг окажется еще сильнее.

Также в практике рынка капитала существует понятие «IPO-дисконт», величина отклонения установленной цены от середины ценового диапазона, который установлен в аналитическом отчете департамента аналитических исследований рынка акций. Поскольку отчет содержит взгляд отраслевого аналитика на фундаментальную стоимость компании, то инвесторы используют эту стоимость лишь как ориентир и будут готовы выставить заявки только с дисконтом к этой цене.

Выдвинут ряд гипотез, объясняющих феномен недооценки акций при проведении IPO. Исследования по данной проблеме можно разделить на три группы. Первая группа теоретических исследований основана на информационной асимметрии между основными участниками процесса: инвесторами, инвестиционным банком и эмитентом. Их базовое предположение заключается в том, что одна из сторон по какой-либо причине обладает бóльшей информацией, чем другие. Вторая группа теоретических исследований основана на институциональных предпосылках, исключая

информационную асимметрию. Третье направление исследований основано на иррациональном поведении инвесторов.

1. Исследования проблемы информационной асимметрии включают три направления, каждое исходит из предположения, что информацией о справедливой цене владеют инвесторы, эмитенты или инвестиционные банки.

Информацией о справедливой цене владеют инвесторы.

Гипотеза «проклятия победителя» (the winner's curse hypothesis). Наиболее известная модель информационной асимметрии - модель «проклятие победителя» К. Рока[21], которая по своей сути является частным случаем проблемы «рынка лимонов» Д.Акерлофа[22].

К.Рок разделяет инвесторов на информированных и неинформированных, предполагая, что некоторые инвесторы лучше других осведомлены об истинной стоимости ценных бумаг в сравнении с другими. Конкурентные преимущества информированных инвесторов определяются качеством аналитических прогнозов и инвестиционной экспертизы, а также человеческим фактором, но их получение связано с издержками. Одно из следствий модели «проклятие победителя» состоит в том, что в условиях наличия эффективного рынка ценных бумаг неинформированные инвесторы получают нулевую прибыль, в то время как информированные получают прибыль от размещения, которая достаточна лишь для покрытия издержек получения информации. От размещения к размещению соотношение информированных и неинформированных инвесторов меняется, в зависимости от оценки стоимости акций.

Инвесторы стремятся покупать недооцененные выпуски. Однако в отличие от неинформированных инвесторов информированные знают, какой выпуск недооценен, а какой – нет, а значит, будут покупать только те акции, которые продаются с дисконтом к справедливой стоимости. В результате излишка переоцененных акций в портфеле неинформированные инвесторы

---

[21] Rock K. Why New Issues Are Underpriced // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 197

[22] Akerlof G. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. № 84. P. 363.

терпят убытки и уходят с рынка. Поэтому чтобы сохранить широкий круг инвесторов компания недооценивает акции.

Наиболее яркий пример практического преломления гипотезы - поведение институциональных и розничных инвесторов. Как правило, доля институциональных инвесторов намного ниже среди переоцененных IPO с отрицательной первоначальной доходностью, а с ее ростом их доля увеличивается[23].

С точки зрения данной модели, чтобы сократить недооценку акций при IPO, необходимо избавиться от проблемы асимметрии между информированными и неинформированными инвесторами. В своих работах М.Хабиб [M. Habib] и А.Лжунгвист [A. Ljungqvist][24] старались смоделировать оптимальное поведение эмитентов. По их мнению, эмитенты могут предпринять действия, которые уменьшат сокращение цены. Определенный способ уменьшить информационную асимметрию состоит в том, чтобы нанять престижного андеррайтера с хорошей репутацией (Д.Бут и Р.Смит [J.Booth, R.Smith][25], Р.Картер и С.Манастер [R.Carter, S.Manaster][26]) или известного аудитора (С.Титман и Б.Труман [S.Titman, B.Truman])[27]. Однако эмпирическое доказательство этих выводов противоречиво. Ранние исследования, основываясь на данных 1970-х и 1980-х годов, показывали отрицательную корреляцию между репутацией андеррайтера и доходностью первого дня торгов. Однако данные с начала 1990-х обнаруживают четкую положительную взаимосвязь между репутацией андеррайтера и более высокой недооценкой акций при IPO. Одна из гипотез, выдвинутая

---

[23] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – с. 20

[24] Подробный анализ теорий приводится в работе Аарони И., Барнив Р. и Лин Ч., Издержки и результаты при выборе качества аудитора и андеррайтинга на рынке IPO: анализ конкурирующих теорий. Грегориу Г. Н., IPO: опыт ведущих мировых экспертов. Перевод с английского. - Минск: Гревцов Паблишер, 2008. – 624 с.

[25] Booth J., Smith R. Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis // Journal of Financial Economics. 1986. № 15(2). P. 271.

[26] Carter R., Manaster S. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation // Journal of Finance. 1990, № 45(4). P. 1055.

[27] Titman S., Truman B. Information Quality and the Valuation of New Issues // Journal of Accounting and Economics. 1986. № 8. P. 169.

Т.Лограном и Д.Риттерем [T.Loughran, J.Ritter][28], объясняющих это, заключается в том, что банки начали занижать цену IPO стратегически, чтобы обогатить своих инвестиционных клиентов. Согласно другому объяснению, предложенному этими же авторами, но позже[29], клиентская база ведущих инвестиционных банков пополнилась более рисковыми компаниями, стремящимися привлечь финансирование. Компенсацией этой меры являлось значительное занижение цен при IPO.

Гипотеза обратной связи с рынком (the market feedback hypothesis). Это направление исследований предполагает, что андеррайтеры могут намеренно занижать стоимость акций, чтобы побудить инвесторов раскрыть имеющуюся у них информацию и их собственные оценки стоимости акций в период, предшествующий размещению, для более точного установления цены. Своего рода платой за информацию инвесторов является недооценка выпусков. Инвесторы мотивируются инвестиционным банком, ожидая, что за раскрытие информации получат дополнительное вознаграждение через недооценку выпуска и большее количество акций, которые будут переведены на их счета. Механизм мотивации исчерпывает себя при значительной «переподписке» книги заявок, когда много инвесторов подали заявки на приобретение по высокой цене, и организатор размещения начинает подстраивать цену размещения к высокому спросу. В итоге андеррайтеры недооценивают в большой степени те выпуски, относительно которых оценки инвесторов оказались положительны. Этот феномен получил название «частичного приспособления».

Другими словами, если окончательная цена предложения пересматривается в сторону повышения по сравнению с первоначальным ценовым диапазоном на основе премаркетинга, то акция недооценивается в большей степени, чем акция, окончательная цена которой пересматривается в

---

[28] Эта проблема находит свое отражение в нескольких работах авторов, в частности Loughran T., Ritter J. The new Issues Puzzle // Journal of Finance. 1995 № 50(1). P. 23 – 51.

[29] Loughran T., Ritter J. Why Issuers Don’t Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? // Review of Financial Studies. 2002. № 15. P. 423.

сторону понижения. Это подтверждается статистикой средних доходов от первого дня торгов США в 1990-е годы. Если цена предложения оказывалась меньше первоначальной нижней границы ценового диапазона, акции недооценивались в среднем на 3,5%. Если цена предложения оставалась в первоначальном ценовом диапазоне, то степень недооценки равнялась 12%. Если же цена предложения в итоге была установлена на уровне выше первоначальной верхней границы ценового диапазона, недооценка составляла 30%[30].

Изучением данной теории занимались Л.Бенвенисте и П.Спиндт [L.Benveniste, P.Spindt][31], исследовавшие влияние процесса формирования книги заявок на занижение цен при IPO. Ф.Корнели и Д.Голдрич [F.Cornelli, D.Goldereich][32], наоборот, пришли к выводу, что пересмотр цены в процессе построения книги заявок практически не влияет на степень недооценки акций при IPO.

Гипотеза «эффекта массового спроса» (the bandwagon hypothesis). Гипотеза основана на том, что при принятии решения о покупке акций нового выпуска потенциальные инвесторы руководствуются не только своими собственными оценками относительно перспектив компании, но и наблюдают за спросом на ее акции со стороны других инвесторов. Если инвестор наблюдает низкую активность других инвесторов, он, скорее всего, также воздержится от покупки, даже если располагает благоприятной информацией, и его собственные ожидания и оценки положительны. Действуют и обратные механизмы: если инвестор, не заинтересованный в IPO, видит вокруг акций ажиотаж, он переменит свое мнение и предъявит спрос вне зависимости от собственных оценок, видя спрос со стороны других. Недооценка проводится инвестиционным банком, чтобы создать массовый спрос и стимулировать активные покупки.

---

[30] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – .с. 258

[31] Benveniste L., Spindt P. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues // Journal of Financial Economics. 1989. № 24. P.343.

[32] Cornelli F., Coldereich D. Bookbuilding: How Informative is the Order Book? // The journal of finance. 2003. № 8. P. 58.

Информацией о справедливой цене владеют эмитенты.

Гипотеза сигнализирования (the signalling hypothesis). В ряде случаев недооценка IPO – это часть стратегического плана компании - эмитента. Недооценка первичного выпуска создает имидж доходного эмитента, что упрощает привлечение денежных средств при последующих размещениях.

Первые исследования этой проблемы были проведены Р.Ибботсоном [R.Ibbotson][33]. По его мнению, недооценка акции происходит для того, чтобы «оставить приятный вкус во рту инвесторов после IPO». М.Гринблатт, С.Хванг [M.Grinblatt, C.Hwang][34] и И.Уэлч [I.Welch][35] продолжили исследования в данной области. Данные модели базируются на большом количестве эмпирических наблюдений, показывающих, что занижение цены положительно связано с вероятностью, размером, скоростью и эффектом объявления последующего размещения акций.

Информацией о справедливой стоимости владеют инвестиционные банки.

Гипотеза монопсонии инвестиционного банка (the investment banker's monopsonypower hypothesis). В основе этой теории лежит предположение о том, что андеррайтеры обладают уникальными знаниями относительно рыночной конъюнктуры и отлично представляют, какова реальная рыночная цена акций. А так как они вынуждены проводить серию дорогостоящих и трудоемких маркетинговых мероприятий при подготовке IPO, то предпочитают сэкономить средства и усилия, искусственно занизив цену нового выпуска, если они знают, что спрос на него и так будет велик.

Исследования в данном направлении начал Д. Барон [D.Baron],[36] считавший, что инвестиционный банк осведомлен об условиях спроса лучше,

---

[33] Ibbotson R. Price performance of common stock new issues // Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P 235.
[34] Grinblatt M., Hwang C. Y. Signaling and the Pricing of New Issues // Journal of Finance.1989. № 44.P. 393.
[35] Welch I. Seasoned Offerings, Imitation Cost, and the Underpricing of Initial Public Offerings // Journal of Finance.1989. № 44. P. 421.
[36] Baron D. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues // Journal of Finance. 1982. № 37. P. 955.

чем эмитент, а недооценка используется для достижения оптимальных условий продажи.

2. Теории, исходящие из прочих институциональных предпосылок

Гипотеза избежания судебных исков (the lawsuit avoidance hypothesis). В США частота и серьезность возможных будущих судебных исков может быть сокращена путем занижения цены предложения, так как инвесторы, понесшие убытки, могут претендовать на их возмещение.

Ранние объяснения данной гипотезы можно обнаружить в работах Р.Ибботсона и С.Тиника [S.Tinic],[37] которые утверждали, что судебные процессы являются достаточно дорогостоящими для ответчиков. Это не только убытки, издержки на юристов, потери рабочего времени менеджмента, но также и репутационный ущерб.

Возможность ценовой поддержки выпуска (bank's price stabilization). Частью договоренностей между эмитентом и инвестиционным банком является обязательство банка обеспечивать ценовую стабилизацию и функционирование вторичного рынка акций компании. Стабилизация цены рассматривается как определенная гарантия компенсации потерь инвесторов. Андеррайтеры, стараясь застраховаться от падения цен, предпочитают недооценивать акции при IPO.

Д.Аскит, Д.Джонс и Р.Кинщник [D.Asquith, J.Jones, R.Kieschnick][38], опираясь на работы Д.Руд [J.Ruud][39], пытались определить, является ли занижение цен при IPO «побочным продуктом» ценовой поддержки акций андеррайтером после начала торгов, и выявили положительную взаимосвязь. Однако существует и противоположное мнение, которое также основано на эмпирических данных. Л.Бенвенист, В.Бусаба и В.Вильхельм [L.Benveniste, W.Busaba, W.Wilhelm][40] пришли к выводу, что ценовая поддержка сокращает

---

[37] Tinic R. Analysis of initial public offerings of common stock // Journal of Finance. 1998. № 21. P. 967.
[38] Asquith D., Jones J., Kieschnick R. Evidence on Price Stabilization and. Underpricing in Early IPO Returns // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 1764.
[39] Ruud J. Underwritter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle // Journal of Financial Economics. 1993 № 5. P. 140.
[40] Benveniste, L., Busaba W., Wilhelm W. Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets // Journal of Financial Intermediation. 2002. № 11. P. 66.

необходимость занизить цену предложения акций при размещении, которое осуществляется главным образом в пользу институциональных инвесторов.

Гипотеза размытия круга собственников (the ownership dispersion hypothesis). Андеррайтеры могут специально недооценивать акции компаний, чтобы вызвать ажиотажный спрос. В таком случае у инвестиционного банка и эмитента появляется возможность равномерно распределить акции среди инвесторов, так чтобы ни у одного из них не образовалось крупного пакета. В результате владельцы компании сохраняют над ней контроль. Это один из немногих случаев, когда собственники компании-эмитента могут быть заинтересованы в недооценке акций. Две основные модели, описывающие данную гипотезу, были предложены М.Бреннан и Д.Франкс [M.Brennan, J.Franks],[41] Н.Стоугтон и Д.Зечнер [N.Stoughton, J.Zechner].[42]

Гипотеза налоговых преимуществ. Согласно этой гипотезе эмитент (в лице менеджмента) в зависимости от специфики системы налогообложения может предпочитать различные уровни недооценки. Определяющее значение будут иметь налоги на инвестиционный доход и подоходный налог.

3. Поведенческие подходы

В 90-гг. XX века ученые, работавшие над проблемой, усомнились в связи объяснения недооценки акций с институциональными причинами. Тогда к занижению цен акций при IPO был применен поведенческий подход. В основу теоретических положений этого направления легли следующие предположения: поведение инвесторов носит иррациональный характер, инвесторы не всегда могут оценить справедливую стоимость акций в силу различных факторов, неспособность акционеров оказать достаточное воздействие на инвестиционный банк.

---

[41] Brennan M., Franks J. Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the UK // Journal of Financial Economics. 1997. № 45(3). P. 396.

[42] Stoughton N., Zechner J. IPO mechanisms, monitoring and ownership structure // Journal of Financial Economics. 1998. № 49. P. 50.

Основными разработчиками являются А.Лжунгвист [A.Ljungqvist], В.Нанда [V.Nanda], Р.Сайн [R.Singh], Ф.Корнелли [F.Cornelli], Д.Голдерич [D.Goldreich][43].

Обилие теоретических изысканий, продолжающиеся исследования в данной области и различные выводы, к которым приходят ученые, подтверждают актуальность проблемы недооценки.

При объеме мирового рынка IPO почти $300 млрд. в 2007 году недооценка на уровне 10% означает, что эмитенты недополучили $30 млрд. инвестиционных ресурсов (если предположить, что все акции были первичными). За 2000-2010 гг. общий объем мирового рынка составил $1 804 млрд., соответственно, 10%-я недооценка превращается уже в $180 млрд. Поэтому вопрос снижения недооценки имеет огромную практическую значимость, как с точки зрения внешнего макроэкономического эффекта, так и на микроэкономическом уровне.

§1.3. Сущность и особенности структурирования первичных публичных размещений акций

Для теоретического осмысления понятия «структурирование» и его места в иерархии категорий нам необходимо обратьcя к теории систем и системному анализу.

В словаре философских терминов «система» (от др. греческого *σύστημα* - «сочетание») определена как множество взаимосвязанных элементов, обособленное от среды и взаимодействующее с ней, как целое[44]. Термин «система» имеет обширное применение, обозначая как реальные, так и абстрактные объекты, например: финансовая система, банковская система, политическая система и пр.

---

[43] Например работы Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing // Journal of Business, University of Chicago Press. 2006. № 79(4). P. 1667 – 1702; Cornelli F., Goldreich D., A. Ljungqvist A. Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // Journal of Finance/ 2005. № 61. P. 1187 – 1216.

[44] Новая философская энциклопедия: — М.: Мысль, 2000, с.296

На протяжении многовековой истории философии и науки, начиная с античных времен, делалось множество попыток дать определение системы. Эти исследования можно разделить на две группы: с использованием гносеологического и онтологического подходов к пониманию системы, то есть рассмотрение этой категории, прежде всего, через ее связь с нашим знанием об окружающем мире, или о самом окружающем мире. Импульс развитию исследованию теории систем дали исследования, проведенные в середине XX в. Л. фон Берталанфи[45]. Его последователи продолжили разработки в данном направлении на новом качественном уровне, хотя так и не смогли создать общепризнанную единую системную концепцию.

В настоящее время большинством исследователей признана необходимость комплексного подхода: содержание понятия «система» слишком объемно, чтобы его можно было в полной мере раскрыть, не прибегая к использованию нескольких методологических подходов. Так Агошкова Е.Б., Ахлибининский Б.В., проводившие исследование трудов о системах и их эволюции, дают следующее определение: «Система - целостное структурное образование, выделяемое исследователем из окружающей среды на основе единства функционирования множества взаимосвязанных объектов в качестве элементов, обладающих определенными свойствами, связями и отношениями».[46] Это определение выделяет ключевые составляющие понятия системы: элемент, связь, отношение и структура.

В качестве элемента системы рассматривается относительно самостоятельный объект, не подлежащий дальнейшей аналитической декомпозиции на заданном уровне исследования, выполняющий определенные функции и находящийся во взаимосвязи с другими объектами, составляющими систему. Однако, разделение объектов на элементы и

---

[45] Берталанфи Л. фон. Общая теория систем — Критический обзор. // Исследования по общей теории систем: Сборник переводов / Общ. ред. вст. ст. В.Н. Садовского и Э.Г. Юдина. – М.: Прогресс, 1969. С. 28.

[46] Агошкова Е.Б., Ахлибининский Б.В. - Эволюция понятия системы. «Вопросы философии». - 1998. - №7. с.170

системы относительно. Каждая система может быть представлена как элемент системы большого масштаба (суперсистемы или надсистемы); в свою очередь, элемент можно рассматривать в качестве относительно самостоятельной системы. Выделение элементов в очень сложных системах опосредуется расчленением системы на подсистемы, которые представляют собой относительно самостоятельные части системы, подлежащие дальнейшему расчленению. Российский ученый А.А.Богданов в работе «Всеобщая организационная наука тектология» (1911-1925 гг.)[47] сформулировал идею об универсальности систем: все системно, несистем не бывает.

Выделение элементов системы дает возможность понять строение самой системы и определить ее структурно-функциональные связи и отношения. Определение количества таких элементов в процессе исследования системы имеет субъективный характер.

Главное различие между понятиями «связь» и «отношение» в том, что первое принято отождествлять с динамичным состоянием элементов, которое определяется целями функционирования и методами управления в системе в целом, в то время как второе характеризуется статикой строения самого элемента, т. е. его структурой. В теории логики принято «отношение» рассматривать как соотношение, соподчинение одного свойства элемента другому. Иными словами, понятие «отношение» можно рассматривать как «связи строения» элемента, структурно-иерархическая характеристика. В то время как связь – характеристика функциональная: перенос материальных, энергетических или информационных компонентов из одного объекта в другой.[48]

Набор элементов и связи между ними формируют структуру системы. Под «структурой» (от лат. structura – строение, расположение, порядок) понимается совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его

---

[47] Богданов А. А. Тектология: Всеобщая организационная наука. В 2-х книгах. Москва, «Экономика», 1989
[48] Перегудов Ф.И., Тарасенко Ф.П. Введение в системный анализ. - М.: Высшая школа, 1989

целостность и тождественность самому себе, т.е. сохранение основных свойств при различных внешних и внутренних изменениях[49]. Структура характеризуется связями и отношениями, в том числе иерархией связей между элементами системы, описывает внутреннее строение системы. Для описания одной и той же системы могут быть использованы различные виды структур. В подсистемах, являющихся частью систем более высокой организации, управляющие элементы этой системы могут оказывать воздействие на формирования необходимой структуры, то есть осуществлять **структурирование**. То есть можно заключить, что **структурирование** – целенаправленное формирование структуры объекта.

С точки зрения системного подхода **IPO является совокупностью определенным образом взаимосвязанных между собой элементов.** Первой группой элементов данной системы являются эмитент, акционеры эмитента, инвестиционные банки (при этом департаменты корпоративного финансирования, рынка капиталов, аналитический отдел и отдел продаж выступают как независимые элементы системы), юридические консультанты, аудиторы, PR-консультанты, биржи и инвесторы, т.е. субъекты, участвующие в размещении. Вторая группа объединяет инструменты IPO: первичные и вторичные акции, депозитарные расписки. Третья группа – рынки проведения размещения. Четвертая группа – механизмы проведения размещения. Перечисленные элементы находятся между собой в определенных отношениях: банки и юридические консультанты – это определяющие элементы, которые оказывают влияние на одну из основных подсистем системы IPO – подсистему, объединяющую непосредственно сделку по первичному размещению. То есть одной из основных целей функционирования системы IPO (помимо разработки документации, проведения реструктуризации, разработки стратегии) является определение ключевых параметров подсистемы размещения, то есть разработка ее

[49] Советский энциклопедический словарь, 1981. М.: Издательство «Большая советская энциклопедия», с. 1291

структуры. В свою очередь, эта подсистема объединяет следующие элементы (которые являются детализацией элементов более широкой системы):

- первая группа - рынок ценных бумаг (российский и/или международный, юридическое лицо, выступающее эмитентом);
- вторая группа – ценные бумаги (первичные и вторичные, депозитарные расписки, стабилизационные механизмы);
- третья группа – продажи акций (механизмы размещения и распределения акций, инвесторы).

Толкование термина «структурирование» применительно к сделкам на финансовых рынках, встречающегося в финансовой практике и в научной литературе, отсутствует в научной финансовой литературе, хотя используются устойчивые словосочетания такие, как «структурное финансирование»[50], «структурированные продукты»[51] и др.

С точки зрения финансовой практики наиболее широко данный термин применяется по отношению к сделкам. Структурирование сделок (от англ. structuring the deal) предполагает определение существенных условий их проведения и является неотъемлемой частью подготовки к осуществлению любой сложной транзакции. Допустим, Компания «А» покупает у Компании «Б» некий товар, а компании находятся в разных юрисдикциях. Для организации данной сделки будет необходимо определиться с проведением расчетов, в том числе, выбрать валюту платежа, с конкретными юридическими лицами, которые будут выступать участниками сделки, возможно, введя в структуру сделки компанию, находящуюся в третьей юрисдикции и пр. В зарубежной литературе понятие «структурирование сделки» вводится через описание его сущности. Наиболее разработанными в

---

[50] Финансирование, при котором кредитное качество выпущенных долговых обязательств оценивается на основе прямой гарантии третьей стороны или на основе качества активов заемщика, а не на основе финансовой устойчивости самого заемщика

[51] М.Ю. Глухов в диссертации «Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга» (2007) дает определение: «Структурированный финансовый продукт – комплексный финансовый продукт <…> конструируемый для удовлетворения специфических потребностей клиентов, обладающий нестандартными характеристиками, достигаемыми за счет комбинирования в структуре продукта постоянных и переменных потоков активов, дополненных различными дополнительными условиями <…>» (стр. 14)

этой литературе являются вопросы структурирования сделок слияний и поглощений. В работе А.Шермана и М.Харта [A.Sherman, M.Hart][52] в качестве основной цели структурирования сделок слияний и поглощений выделяется создание структуры, максимально соответствующей потребностям продавца и покупателя. И хотя не существует структуры, которая бы являлась одновременно максимально выгодной для обоих контрагентов, оптимальная структура, выработанная по итогам переговоров, должна балансировать их интересы и быть результатом компромисса. Для сделок слияний и поглощений основными направлениями структурирования будет выбор между приобретением акций против приобретения активов и решение вопроса оплаты (акции или денежные средства), при одновременном разрешении вопросов бухгалтерского учета и налогообложения.

Таким образом, **структурирование сделки** – решение существенных вопросов по ее организации. Структурирование сделки позволяет сторонам обмена достигнуть своих целей при балансе интересов.

В многочисленной литературе, изученной автором на тему IPO, как в российской, так и в зарубежной, определение термина «структурирование IPO» не встречается. Между тем, IPO является такой же сделкой на рынке капитала, как и сделки слияний и поглощений, а значит правомерно применение термина «структурирование» к IPO как частному виду сделки, что и осуществляется на практике: «структура размещения» является устойчивым выражением среди инвестиционных банкиров. В научно-практической литературе, если и встречается понятие «структура предложения/размещения» (offer structure), то его сущность сводится к выбору между размещением на национальном рынке и зарубежном и выбору инвесторов[53].

---

[52] A. Sherman, M. Hart / Mergers and Acqusitions from A to Z / Amacom, New York, 2006, p 107

[53] Росс Геддес при описании структуры размещения ограничивается упоминанием внутренних и международных размещений (IPO и последующие размещения, с. 68), Филипп Эспинасс [P.Espinasse] при рассмотрении вопроса структуры размещения говорит о сочетании институциональных и розничных инвесторов и географическом распределении инвесторов (IPO A Global Guide, p. 124)

В данной работе под **структурированием IPO** понимается выбор конкретных параметров размещения (рынок размещения, предлагаемые ценные бумаги, механизмы и каналы продажи) для достижения оптимальной структуры размещения.

Под оптимальной структурой размещения понимается такая его структура, которая максимально удовлетворяет потребностям эмитента и, прежде всего, акционеров, соответствуя при этом требованиям рынка к таким сделкам. Можно сказать, что с точки зрения инвесторов наиболее оптимальной структурой будет выпуск первичных акций, который позволит инвестировать средства непосредственно в компанию, тогда как для банков-организаторов приемлема любая структура сделки, позволяющая провести ее закрытие. Оптимальность структуры для акционеров зависит от их конкретных приоритетов: если основная цель акционера - монетизация доли в капитале компании, тогда наиболее предпочтительной структурой будет с наибольшей долей вторичных акций. Если собственник выводит компанию на публичный рынок, прежде всего для привлечения денежных средств, то оптимальна структура с первичными акциями.

Резюмируя понимание оптимальности основными участниками сделки, можно сказать, что при оптимально разработанной структуре размещения на этапе маркетинга должна быть сформирована книга заявок, позволяющая организаторам размещения закрыть сделку, создав новый биржевой товар, цена которого будет показывать положительную доходность для инвесторов при прочих равных условиях. Соответственно, если структура размещения выбрана неправильно, размещение может не состояться в пределах заявленных ценовых границ и объемов или не состояться вообще. При этом, причина провала размещения может быть не только в неоптимальной структуре, но и в завышенной оценке стоимости акций. В зарубежной практике явление, когда после размещения акции начинают торговаться ниже цены предложения, именуется "broke issue" или "broke syndicate bid," что можно перевести как «проваленный выпуск».

Ниже на рис. 7 приведены основные параметры размещения, сгруппированные в основные направления структурирования размещения (далее – «направления размещения»):

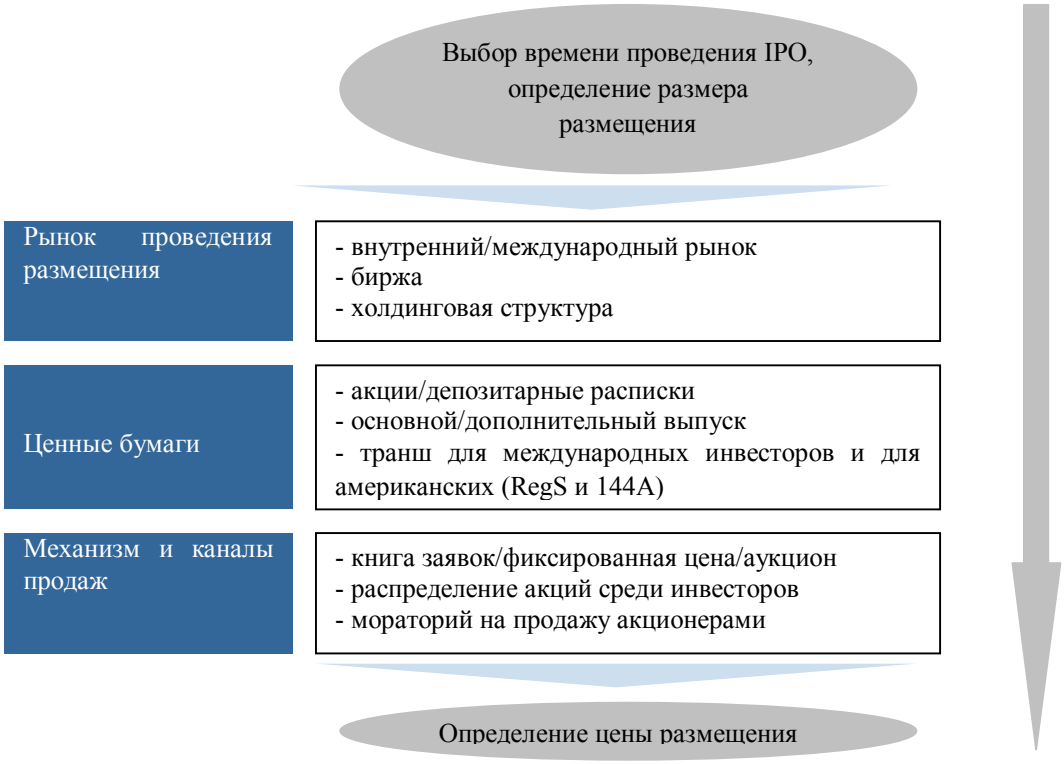


Рис. 7. Направления структурирования IPO

Первостепенными вопросами, которые решаются до начала структурирования размещения, являются: решение относительно времени проведения размещения, определение размера и выбор банков-организаторов. Совместно с выбранными банками уточняется размер размещения и время проведения размещения, проводится работа по структурированию размещения, которая включает:

- *выбор рынка.* Выбор осуществляется между внутренним и международным рынками, далее определяется биржа, на которой будут обращаться акции, и желаемая категория листинга[54], в зависимости от этого определяется юрисдикция и принимается

[54] Например, на Лондонской бирже имеется возможность провести листинг ГДР с упрощенными требованиями к эмитентам или премиальный листинг акций, если компания полностью соответствует стандартам корпоративного управления, принятыми в Великобритании (Combined Code). Преимуществом премиального листинга является более широкая база инвесторов, а значит - потенциально более высокая ликвидность и оценка

решение о формировании холдинговой структуры, в случае переноса головной компании за рубеж;

- *выбор ценных бумаг.* При одновременном выходе на российскую и иностранную биржи необходимо распределение выпуска между акциями и депозитарными расписками, а также объем рыночного и нерыночного предложения (американским инвесторам по Правилу 144А и в соответствии с RegS), при этом уточняется размер размещения. Также определяется, будет ли использоваться механизм ценовой стабилизации (опцион Гриншу), что также зависит от выбора площадки;
- *выбор механизмов и каналов продаж.* При определении механизмов и каналов продаж выбирается способ размещения, формируются подходы к подбору целевых инвесторов, устанавливаются ограничения на продажу акций существующими акционерами.

Инвестиционные банки предлагают свое видение структуры IPO и инвестиционного позиционирования компании на фондовом рынке на этапе проведения тендера компанией. У компании есть свое видение данных вопросов, однако в силу объективных причин это видение носит ограниченный характер. Поэтому на этапе до привлечения инвестиционных банков может быть решена лишь определенная ограниченная часть вопросов относительно проведения размещения. Здесь самое время обратиться к понятию «конструирование выпуска ценных бумаг» (далее – конструирование) и его соотношению с понятием «структурирование размещения ценных бумаг» (далее – структурирование).

В энциклопедическом словаре понятие конструкция определяется как устройство, взаимное расположение частей, составляющих какое-либо строение, механизм и т.п[55].

Конструирование ценных бумаг – это аналитический, логически последовательный процесс по разработке и созданию новых финансовых

[55] Советский энциклопедический словарь, Издательство советская энциклопедия, Москва 1981 с. 629

продуктов или модификации уже имеющихся с целью достижения оптимального сочетания доходности, ликвидности, уровня рискованности и других индивидуальных свойств и характеристик конкретного выпуска ценных бумаг (стандартного финансового инструмента, обоюдно выгодных и эмитенту, и инвестору[56].

Разнообразие классов ценных бумаг позволяет, используя их сочетания, создавать различные финансовые инструменты. Соединение различных свойств ценной бумаги в одном инструменте называется конструированием. Это понятие вводит Я.М.Миркин: индивидуальность, модифицируемость ценной бумаги как товара должны сочетаться с ее стандартностью, соответствием установленным видам ценных бумаг, правилам их выпуска и обращения, определенным законодательством. Сочетание стандартности с приданием ценным бумагам индивидуальных свойств ("колокольчиков и свистков", как говорят американцы), особое внимание к этому эмитентов и инвестиционных институтов, позволяет конструировать такие финансовые продукты, которые находят своего потребителя даже в тяжелые инфляционные и кризисные времена[57].

Согласно подходу Я.М.Миркина, процедура конструирования выпуска ценных бумаг охватывает действия от анализа интересов инвесторов и потребностей эмитента в денежных средствах через выявление наиболее общих целей до определения конкретных параметров выпуска ценных бумаг и подготовки юридических документов.

Необходимо сделать несколько оговорок. Вопрос подбора и сочетания различных параметров корпоративной ценной бумаги применим, прежде всего, для облигаций, разновидностей которых существует огромное множество, тогда как акции – более стандартизованный инструмент, и основные модификации могут осуществляться только за счет структурирования размещения. В сравнении с организацией выпуска

---

[56] Гусева И.А. Практикум по рынку ценных бумаг. – М.: Юрист, 2000. – с. 195
[57] Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – с. 273

долговых инструментов, организация первичного публичного размещения акций требует более индивидуального подхода к работе с эмитентом. Это касается, например, вопроса о том, первичные или вторичные акции предлагать инвесторам, продавать только акции или запустить программу депозитарных расписок, на какой бирже получать листинг, в какой юрисдикции должна находиться компания-эмитент и т.д. И это - только небольшое число вопросов, которые требуется проработать при организации IPO. Таким образом, встает вопрос уже не о конструкции самого выпуска ценных бумаг, а о конструкции всей сделки по размещению, т.е. о том, как будет структурировано IPO.

Эмитент не в состоянии в силу ограниченного понимания и информации о финансовых рынках самостоятельно решать существенные вопросы по размещению акций, поэтому за услугами по конструированию и структурированию обращается в инвестиционные банки. Между тем, предварительное обсуждение конструирования и структурирования могут быть осуществлены эмитентом на этапе до привлечения банков-организаторов.

Целью конструирования, согласно Я.М.Миркину, является создание инструментов, максимально соответствующих целям инвесторов. В вышеуказанной работе Я.М.Миркина выделены несколько способов модификации ценной бумаги, осуществляемых при конструировании[58]: новаторские модификации, позволяющие создавать ценные бумаги, не существовавшие на рынке ранее; модификации продуктов, предполагающие предложение однотипных инструментов несколькими выпусками, имеющими свои параметры и условия и рассчитанные на определенную группу инвесторов; создание дополнительных вторичных ценных бумаг к модифицированным базовым бумагам; дополнение специальных услуг и льгот, создающих инвесторам особо легкий и удобный режим совершения сделок.

---

[58] Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 283 с.

Наиболее распространенными способами конструирования является дополнение новыми свойствами типовых выпусков ценных бумаг. Предложение типовых инструментов несколькими выпусками с различными параметрами и на разных условиях в зависимости от группы инвесторов не тождественно структурированию. В контексте конструирования идет речь о разработке самой ценной бумаги, а не структурирования способов ее размещения. Например, инвестиционные банки при выпуске облигаций, обеспеченных пулом активов (например, ипотечных ценных бумаг), создают несколько траншей, каждый из которых имеет свой срок погашения, свою доходность и свой кредитный рейтинг. То есть осуществляется модификация облигации за счет определенных параметров. Структурирование размещения для траншей ипотечных облигаций предполагает решение вопросов создания специального юридического лица-эмитента, определение биржи, уточнение параметров различных траншей, разработанных на этапе конструирования и ряд других вопросов.

Понятия «конструирование» и «структурирование» взаимосвязаны и дополняют друг друга. В общем случае, структурирование является логическим продолжением конструирования (см. рис. 8), они следуют друг за другом, и на этапе структурирования уточняются отдельные вопросы конструирования (см. табл. 2). Конструирование выпуска акций сводится к принятию решения об их выпуске и предварительному обсуждению вопросов включения депозитарных расписок. То есть конструирование выпуска дает ответ на вопрос «Что размещать?», а структурирование - «Как размещать?». В результате конструирования создается сам инструмент, который будет размещаться, а структурирование направлено на то, чтобы данный инструмент разместить.

Этап	Задача этапа	Результат этапа
Конструирование	- выбор финансового инструмента - определение основных параметров ценной бумаги	основные параметры ценной бумаги для размещения
Структурирование	- формирование основных параметров сделки	основные параметры сделки по размещению ценной бумаги

Рис. 8. Сравнение конструирования и структурирования размещения ценной бумаги

Таблица 2

Сравнение этапов конструирования ценной бумаги с направлениями структурирования IPO

	Конструирование	Структурирование
Предвари-тельный анализ и определение целей выпуска ценных бумаг	-анализ интересов инвесторов -изучение спроса на финансовые продукты -выявление областей несовпадения спроса	инвестиционные банки обладают пониманием предпочтений инвесторов относительно структуры сделки на основе опыта организации IPO
	-анализ потребностей эмитента в финансовых ресурсах -определение основных ресурсных ограничений у эмитента	потребность в денежных ресурсах учитывается при определении доли первичных акций
	-установление наиболее общих целей: (создание нового финансового продукта, модификация уже выпускаемых ценных бумаг) -определение предельных параметров выпуска по объему, доходности, уровню риска и перспективам роста курсовой стоимости	определение объема размещения исходя из предполагаемой оценке и целевой доли акций в свободном обращении, определение доли вторичных акций
Выбор ценных бумаг	- выбор вариантов видов ценных бумаг, предназначенных к выпуску (агрегировано: акции, облигации и др.)	при структурировании IPO не осуществляется: компания выпускает акции (может быть принято решение о выпуске депозитарных расписок)
Разработка дополнит. параметров	-анализ и предварительный выбор из различных характеристик, элементов, модификаций ценных бумаг -разработка черновых проектов новых финансовых продуктов	выбор рынка и выбор ценных бумаг (по направления структурирования)
	-оценка затрат и финансовой нагрузки на эмитента при различных вариантах выбора ценных бумаг	при IPO анализ дополнительной нагрузки не применим, анализ изменения нагрузки производится в случае рефинансирования долгов за счет средств от IPO

Организ. размещения выпуска ценных бумаг	-окончательный выбор и подготовка проекта выпуска ценной бумаги в оптимальной модификации	обсуждение и согласование параметров банками синдиката
	-решение организационных вопросов, связанных с выпуском нового финансового продукта	механизмы и каналы продаж, реализация сделки

Структурирование первичного публичного размещения, хотя и определяет успешность размещения, не является единственным фактором, необходимым для успешного закрытия сделки. Цена предложения – краеугольный вопрос сделки: как бы правильно не были подобраны элементы структуры, если цена слишком высока - спроса не будет.

При определении цены, каждый из участников преследует свои интересы. Владельцы бизнеса компании заинтересованы в максимальной цене (при этом фирма как экономический субъект также выигрывает от справедливой оценки), а потенциальные покупатели заинтересованы в занижении цены. Если менеджмент получает опционы на акции, то он также заинтересован в занижении цены.

Инвестиционный банк - организатор размещения, с одной стороны, хочет установить хорошие отношения с акционерами, предлагая им справедливую цену, а с другой – защищает интересы инвесторов, оберегая свою репутацию. Есть у организатора и свой интерес: комиссия за услуги формируется как процент от объема размещения. Получается ярко выраженный конфликт интересов между акционерами и инвесторами, который должен разрешить инвестиционный банк. Инвестиционный банк дорожит своей репутацией, которая оказывается под угрозой, если банк соглашается на условия акционеров на размещение по завышенной цене[59]. Данный конфликт во многом носит непрозрачный характер: реальный спрос,

[59] Если акционеры оказывают излишнее давление на инвестиционный банк относительно оценки размещаемых акций, инвестиционный банк может, взвесив все «за» и «против», отказаться от участия в сделке. В России редки те случаи, когда инвестиционный банк выходил из сделки на завершающих этапах подготовки IPO, будучи несогласным с позицией эмитента. Одним из наиболее ярких примеров является IPO «Группы Черкизово», которое было омрачено выходом двух банков – Morgan Stanley и Тройки Диалог - из синдиката за 2 недели до закрытия сделки.

представленный в книге заявок, скрыт от тех, кто не связан со сделкой, поэтому только инвестиционный банк наиболее точно понимает, какой должна быть справедливая цена. Конфликт графически изображен на рис. 9.

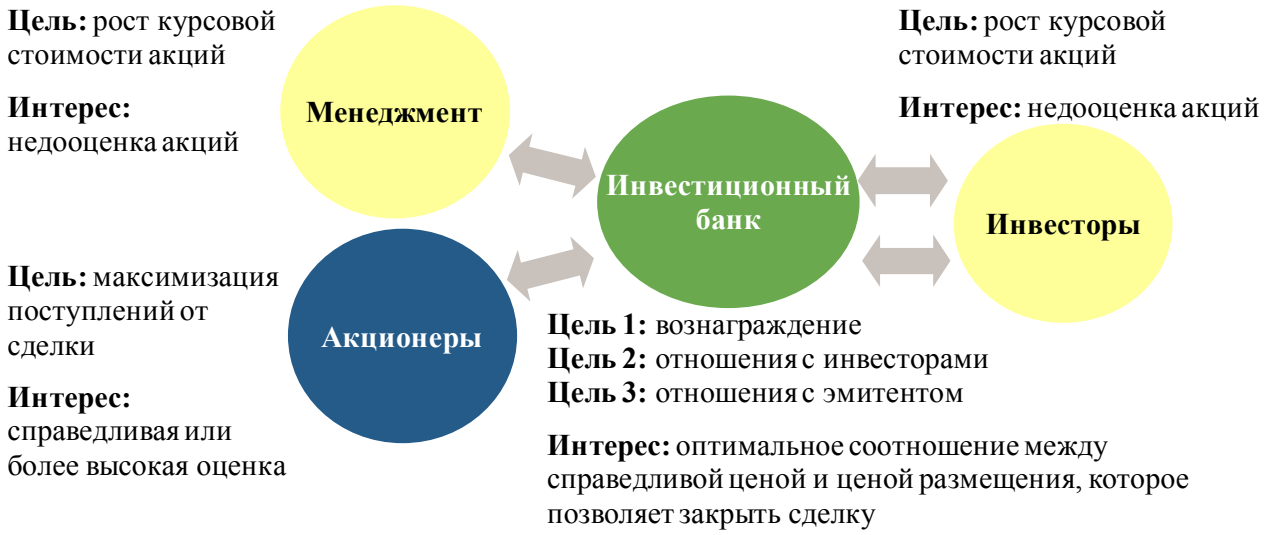


Рис. 9. Конфликт интересов в сделке IPO

Таким образом, определение цены предложения – одна из наиболее важных и трудных задач при IPO. Вместе со структурированием, от установленной цены зависит интерес потенциальных инвесторов к размещению. В этом ключе выбор оптимальной структуры выпуска, в сочетании с правильно построенной системой корпоративного управления, предсказуемой дивидендной политикой и налаженной коммуникацией с инвесторами, позволит провести наиболее эффективное размещение с точки зрения соответствия цены размещения и справедливой стоимости бизнеса.

Выводы по главе 1.

Первичное публичное размещение, позволяя решать различные тактические задачи бизнеса, является инструментом привлечения капитала и служит для организации выхода акционеров из капитала компании. Трансформация компании из частной в публичную открывает целый спектр сопутствующих возможностей, таких как привлечение долгового капитала на

более выгодных условиях, возможность использовать акции в качестве валюты платежа в сделках слияний и поглощений и др.

В работе первичное публичное размещение рассматривается как сделка и как инвестиционно-банковский продукт, т.е. как процесс. Соответственно предложены следующие определения:

Первичное публичное размещение (как сделка на рынке капитала, в узком смысле) – это предложение акций компанией-эмитентом или продающими акционерами неограниченному кругу инвесторов, предполагающее преобразование бизнеса из частного в публичный с одновременным прохождением процедуры листинга на фондовой бирже.

Первичное публичное размещение (как продукт инвестиционного банка, в широком смысле) - совокупность действий, производимых банком-организатором совместно с компанией-эмитентом, с момента заключения договора об оказании услуг по организации размещения до окончания действий по поддержке цены акций. С этой точки зрения предложение и размещение акций – завершающие этапы IPO.

Один из наиболее существенных вопросов проведения размещения – это цена. Она устанавливается банками-организаторами по согласованию с эмитентом и должна отражать справедливую стоимость акций. Однако анализ динамики стоимости акций после размещения показывает, что на практике существует отклонение цены размещения от справедливой стоимости акций. Это отклонение называется первоначальной доходностью и определяется как отношение изменения цены в первый день вторичных торгов к цене предложения. Имея положительное значение, первоначальная доходность оказывает отрицательный внешний макроэкономический эффект, так как снижает объем привлекаемых инвестиционных ресурсов в масштабах страны и неблагоприятна для самой компании. Выдвинуто множество теоретических объяснений существования данного феномена, научная дискуссия по данному вопросу продолжается.

С точки зрения регулирования возможно принятие определенных действий, направленных на уменьшение недооценки акций. Максимальная прозрачность бизнеса и открытость процесса размещения, достигаемые посредством требований к раскрытию информации и развитию анти-инсайдерского законодательства, способствует равномерному распределению информации среди участников сделки. Открытый конкурс на предоставление услуг андеррайтинга или привлечение несколько инвестиционных банков с опытом сделок в соответствующей отрасли должно способствовать установлению цены выпуска, наиболее точно отражающей справедливую стоимость.

Проблема первоначальной доходности может быть рассмотрена с точки зрения конфликта интересов между основными участниками сделки: инвесторов, акционеров, менеджмента компании и организаторов IPO. Акционерам, заинтересованным в максимизации оценки, противостоят менеджмент и инвесторы, заинтересованные в недооценке, а инвестиционный банк, имея свои собственные комиссионные интересы, вынужден выступать арбитром. Проявление данного конфликта на различных рынках оказывает влияние на различие недооценки акций.

Хотя цена предложения акций является определяющим фактором успеха размещения и при установлении высокой цены размещение может не состояться, важное направление работы – структурирование первичного публичного размещения.

В общенаучном смысле структурирование представляет собой целенаправленное формирование структуры объекта. С точки зрения финансовой практики этот термин наиболее широко применяется по отношению к сделкам и означает решение существенных вопросов по организации сделки. Структурирование сделки позволяет сторонам обмена достигнуть своих целей при балансе интересов. IPO является одной из разновидностей сделок на рынке капитала, а, значит, правомерно применение термина «структурирование» к IPO как частному виду сделки. В работе дано

определение **структурирования IPO** как выбора конкретных параметров размещения (рынок размещения, предлагаемые ценные бумаги, механизмы и каналы продажи) для достижения оптимальной структуры размещения. При этом под оптимальной структурой размещения понимается такая структура, которая максимально удовлетворяет потребностям эмитента и, прежде всего, акционеров, одновременно соответствуя требованиям рынка к аналогичным сделкам. Оптимальность структуры не является универсальной и зависит от целей акционеров. Критерием оптимальности может служить заполнение книги заявок на этапе маркетинга размещения.

Направлениями структурирования IPO являются:

- выбор рынка проведения размещения (выбор между внутренним и международным рынками, выбор биржи, определение юрисдикции для холдинговой структуры);
- выбор ценных бумаг (акции/депозитарные расписки, основной/дополнительный выпуск, международный транш и транш американским инвесторам в соответствии с RegS и 144A);
- выбор механизма и каналов продажи (книга заявок/фиксированная цена/аукцион, распределение акций среди инвесторов, мораторий на продажу основными акционерами).

Глава 2. Международная и российская практика первичных публичных размещений акций

§2.1. Международная практика и тенденции развития мирового рынка первичных публичных размещений акций

Переходя от рассмотрения IPO с точки зрения процесса к макроэкономическому анализу, необходимо сформулировать определение рынка IPO. **Рынок IPO** является сегментом рынка ценных бумаг, на котором эмитент привлекает капитал и/или продающий акционер монетизируют долю в акционерном капитале компании. Спрос на рынке формируют институциональные и розничные инвесторы, которые участвуют в приобретении акций на этапе IPO, а предложение – эмитенты и продающие акционеры, у которых возникают потребности в денежных ресурсах.

Итак, **под рынком IPO в работе понимается сегмент рынка ценных бумаг, на котором осуществляется продажа акций эмитентом и акционерами, сопровождающаяся преобразованием бизнеса из частного в публичный.**

Количественный анализ рынка IPO можно проводить, сравнивая активность эмитентов из различных стран и количество размещений на различных биржах. Часто рассматриваются отдельно крупные рынки, осуществляется группировка стран как по географическому признаку, так и на основе различных экономических классификаций стран и регионов. Наиболее распространенным является сравнение развитых и развивающихся рынков IPO. Среди развивающихся рынков особое место занимают рынки стран БРИК.

Финансовая глобализация проявляется и в том, что компании, выходящие на рынок IPO, получают листинг на нескольких биржах, поэтому статистику относительно первичных размещений можно анализировать на уровне бирж и, соответственно, сравнивать страны и по количеству размещений, которое прошло на национальном рынке.

Исторические корни IPO связаны с появлением первых акционерных обществ и уходят в начало XVII века, когда английские и голландские акционерные компании предложили свои акции. Первым публичным размещением акций можно считать размещение голландской Ост-Индской компании на Амстердамской бирже, входящий в настоящей момент в трансатлантический альянс NYSE-Euronext.[60] За ней последовала британская Ост-Индская компания, также предложившая свои акции на бирже. Ост-индские компании были активно вовлечены в торговые отношения, хотя они также использовались как инструмент внешней политики государств.

На фоне развития торговли и успешных размещений ряда акционерных обществ появлялось значительное число «венчурных компаний», которые привлекали средства частных инвесторов под амбициозные проекты, многие из которых имели откровенно мошеннический характер. Начало XVIII века ознаменовалось «мыльными пузырями» в Англии и Франции, наиболее известными из которых стали «Компания южных морей» и «Миссисипская компания». В книге А.Аникина «История финансовых потрясений» приводятся примеры обществ, которые пытались работать над созданием вечного двигателя, производством бумаги из опилок, переселением тропических обезьян в Англию. «Но, кажется, всех превзошел один остроумный авантюрист, создавший компанию «для осуществления весьма выгодного предприятия, характер которого пока не подлежит разглашению».[61] Как это оказалось похоже на бум размещений Интернет-компаний конца 90-х годов XX века!

---

[60] В современном понимании термина IPO размещение акций голландской Ост-Индской компании таковым не являлось. В настоящее время IPO предполагает последовательность определенных действий, совершаемых инвестиционными банками. Формирование процедуры IPO в той форме, в которой она существует сегодня, связано с развитием инвестиционных банков как финансовых посредников на рынке ценных бумаг и либерализацией финансовых рынков – можно говорить, что свою нынешнюю форму рынок IPO приобретает только в последней трети двадцатого века, проходя определенную эволюцию своей организации в течение всего последнего столетия. Первые в истории размещения от современных отличает отсутствие сформировавшейся инфраструктуры рынка и институциональных инвесторов как класса, а также технология размещения, что, однако, не искажает сущность явления и поэтому рассматривается в качестве этапа развития первичного рынка.

[61] Аникин А.В, История финансовых потрясений: российский кризис в свете мирового опыта, Москва.: Олимп-Бизнес, 2002

Эпоха «мыльных пузырей» и великих географических открытий, расцвета торговли и начала становления финансовых рынков сменилась промышленным бумом грюндерства XIX века[62], ставшим очередным периодом расцвета рынка ценных бумаг и оживления торговли. Значительная часть двадцатого века с его мировыми войнами, политическими и экономическими кризисами стала затяжной паузой в развитии рынков капитала. Современная история IPO начинается с 70-х годов XX века, с момента первых попыток реформирования финансовых рынков.

Таким образом, можно проследить следующие основные этапы развития рынка IPO:

I. Зарождение стихийного рынка акционерного капитала (начало XVII – начало XIX века): возникновение акционерных обществ и первые публичные размещения акций на бирже; формирование технологии IPO через биржу, активное участие розничных инвесторов и отсутствие «квалифицированных» и «институциональных» инвесторов как класса инвесторов, отсутствие системы регулирования размещения акций.

II. Институционализация рынка (двадцатые годы XIX – начало XX века): формирование и развитие профессиональных посредников на первичных рынках – инвестиционных банков – и начало формирования процедур первичного публичного предложения.

III. Формирование развитого рынка (десятые годы XX века – семидесятые годы XX века): продолжительные периоды роста 20-х, 50-х и 60-х гг. чередовались с застоем в развитии рынка капиталов, вызванных мировыми войнами и финансовым кризисом, которые парализовали развитие рынка капиталов.

IV. Становление современного рынка (семидесятые годы XX века - по настоящее время): формирование IPO как инвестиционно-банковской услуги

---

[62] Римская Т. Привлечение денег: эволюция публичных размещений. / Т. Римская // Журнал ВТБ. – М., 2007. URL: http://www.vtbmagazine.ru/

в ее современном понимании, общая активизация размещений и усиление диверсификации эмитентов.

За историю финансовых рынков произошли десятки кризисов: наиболее сильные приводили к огромным потерям инвесторов, подрыву доверия к фондовому рынку и серьезным изменениям в части регулирования. Одним из наиболее ярких и, по сути, первым биржевым кризисом был крах акционерных компаний в XVII веке, так называемых «мыльных пузырей». Быстрый рост сменялся еще более стремительным падением, которое имело негативные последствия для финансовой системы. Серьезные потери инвесторов сводили на нет эмиссионную активность.[63] Падение эмиссионной активности наблюдалось после краха перегретого рынка ценных бумаг железнодорожных компаний в 40-х гг. XIX века, рынка акций автоконцернов в 20-е гг. XX века, производителей полупроводников и электроники в 50-е XX века. В 70-е годы наряду с перегревом рынка акций крупнейших американских компаний (nifty fifty) сильное влияние на первичный рынок оказал нефтяной кризис 1973-1974 годов. А в конце 90-х гг. пузырь образовался на рынке интернет-компаний. Эмиссия долевых ценных бумаг после Великой депрессии в США и в период Первой и Второй мировых войн в Европе достигала своих минимальных значений.

Кризисные явления 2008-2009 гг. на финансовом рынке несколько скорректировали количественные и качественные показатели, но, тем не менее, судя по показателям развития международных рынков в 2009-2010 гг. и 1-м полугодии 2011 г. не изменили основных тенденций развития рынка IPO, сложившихся в последнее десятилетие.

<u>В результате анализа развития мировых рынков IPO выявлены тенденции развития рынка IPO 2005-2010 и 1-й половине 2011 г.:</u>

<u>1) Увеличение количества и объема сделок.</u> Рост рынка начался еще в 2003 году, на фоне снижения ставки рефинансирования в США для борьбы с

---

[63] По информации, представленной на сайте Euronext, «финансовые инновации» шотландца Джона Ло во Франции и история Миссисипской компании на десятилетия разочаровали французов в фондовом рынке

последствиями финансового кризиса 2002-2003 гг. В 2005 году через 1 552 IPO было привлечено 180 млрд. долл., а 2007 год, когда в США уже разворачивался ипотечный кризис, стал рекордным годом по количеству проведенных первичных размещений и привлеченному капиталу с момента «бума доткомов»: посредством публичных размещений акций было привлечено $295 млрд. в результате 2 014 сделок[64]. Падение рынка в 2008-2009 гг. было связано с мировым финансовым кризисом. Восстановление рынка началось уже в 2009 году, а в 2010 году рынок почти вышел на докризисные показатели по объему привлеченного капитала. В первую половину 2011 года было проведено 677 размещений общим объемом $113 млрд. Эта информация отражена на графике (рис. 10).

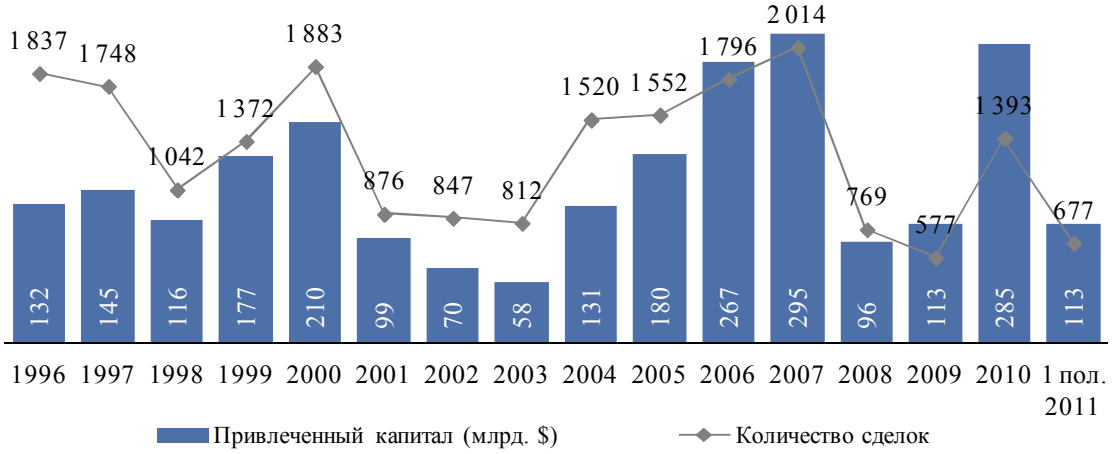


Рис. 10. Динамика мирового рынка IPO

Источник: Dealogic, Thomson Financial, Ernst & Young

2) Увеличение среднего размера размещения. Увеличение среднего размера первичного размещения сопровождалось выходом на биржу крупных компаний, ставивших рекорды по объему размещения. Большинство крупнейших IPO - это размещение акций государственных компаний[65]. Эмитенты из Азии были крупнейшими по объему привлекаемого капитала. В 2010 году Сельскохозяйственный банк Китая (Agricultural Bank of China) осуществил крупнейшую сделку за историю мирового рынка IPO, разместив

[64] Ernst&Young, Bloomberg
[65] См. Приложение 2. Крупнейшие IPO в мировой истории

среди инвесторов акций на $22,1 млрд. долл. В 2007 году крупнейшим IPO в мире стало размещение российского банка ВТБ размером $7,9 млрд., а в 2006 – китайского банка ICBC[66] разместившего акций на $21,9 млрд. Средний размер размещения в 2005 г. составлял $116 млн. долл., в 2010 г.– $205 млн. долл., в первую половину 2011 г. – $167 млн. долл.

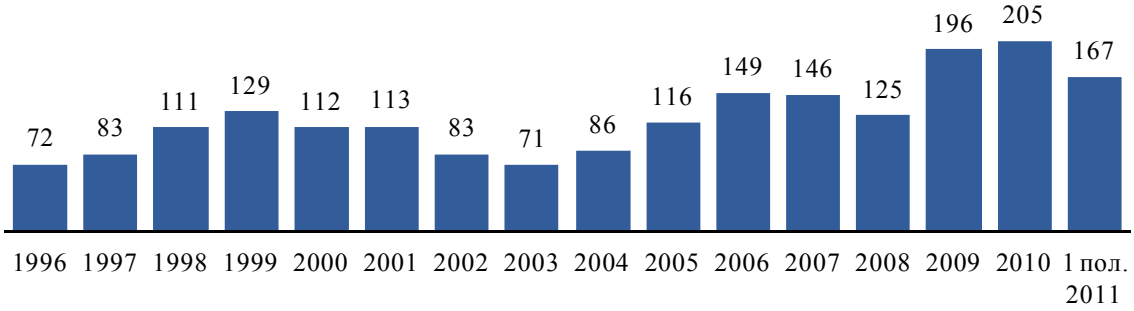


Рис. 11. Средний размер IPO. Мировой рынок (млн. $)

Источник: Bloomberg, Ernst& Young, расчеты автора

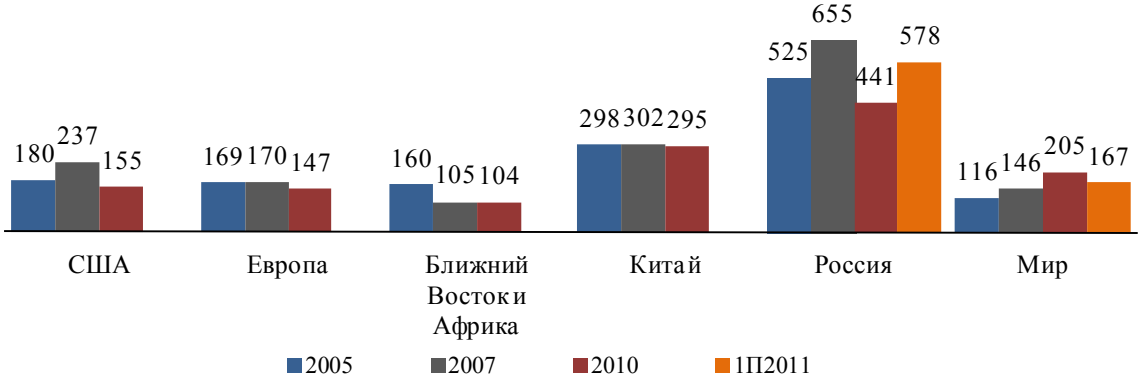


Рис. 12. Средний размер IPO. Национальные рынки (млн. $).
Источник: Bloomberg, Ernst& Young, расчеты автора
Примечание: по США данные за 2010 год исключают размещение GM, данные по России за 2007 год исключают размещение ВТБ

3) Незначительное изменение отраслевой направленности размещений.

Отраслевая структура рынка IPO отражает инвестиционный ландшафт экономики: наиболее активные компании и отрасли развиваются опережающими темпами по сравнению с другими. Хотя отраслевая структура рынка на протяжении исследуемого периода была относительно стабильной с точки зрения количества сделок, объемы привлечения капитала значительно

[66] Размещение ICBC, крупнейшего банка Китая, было первым размещением, проведенным одновременно на Шанхайской и Гонконгской фондовой биржах. На акции был высокий спрос (книга заявок переподписана) и инвестиционные банки исполнили опцион, доведя объем привлеченных в ходе IPO средств до $21,9 млрд. ($16 млрд. на Гонконгской бирже и $5,9 млрд. на Шанхайской).

отличались. Сильные позиции ресурсных компаний определяются усилением роли развивающихся рынков. Наибольший объем капитала привлекали банковские и финансовые организации, энергетические, сырьевые, высокотехнологичные компании. В указанный период 2005 - первая половина 2011 г. возрастала активность ресурсных компаний (рис. 13 и рис. 14).

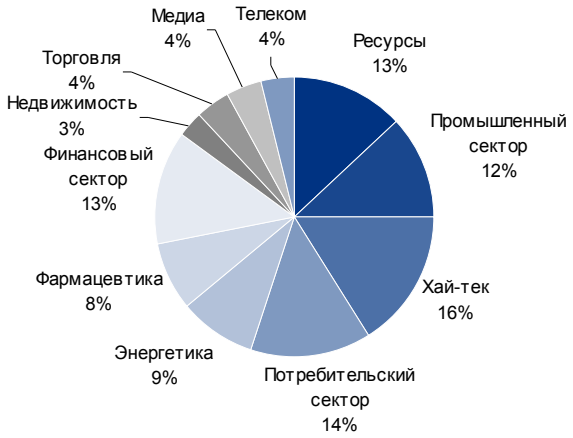


Рис. 13. Отраслевая структура мирового рынка IPO (2005 г.). Количество сделок
Источник: Ernst&Young

Рис. 14. Отраслевая структура мирового рынка IPO (2010 г.). Количество сделок
Источник: Ernst&Young

4) Усиление роли эмитентов развивающихся рынков. Страны с развивающейся экономикой значительно усилили свои позиции на первичном рынке. Высокие темпы роста компаний и, соответственно, доходность, которую могут получить инвесторы на развивающихся рынках, привлекают к последним серьезное внимание со стороны инвесторов из развитых стран. Если в 2005 году эмитенты из развивающихся рынков привлекли около 35% капитала (63 млрд. долл.), то в 2010 году на них пришлось уже почти 70% общего объема привлеченного капитала (195 млрд. долл.) и около 65% в первой половине 2011 года.

Активизация размещений из стран БРИК. Среди развивающихся стран наиболее значимое положение на рынке IPO занимают Китай, Бразилия, Россия и Индия. Если в начале 2000-х гг. эти страны были едва ли заметными игроками мирового рынка, то на пике в 2007 году 375 компаний привлекли $114 млрд., что составило около 40% общего объема средств, привлеченных в мире. Наиболее активными оказываются эмитенты из Китая, на который по

итогам 2010 г. пришлось 46% привлеченного капитала. В первой половине 2011 года азиатские эмитенты сохраняли свою активность, на них пришлось около 60% размещений по объему капитала (рис. 15 и рис. 16).

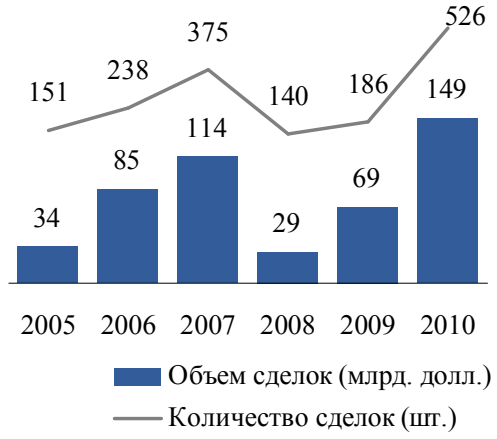


Рисунок 15. Рынок IPO компаний стран БРИК.

Источник: Ernst&Young

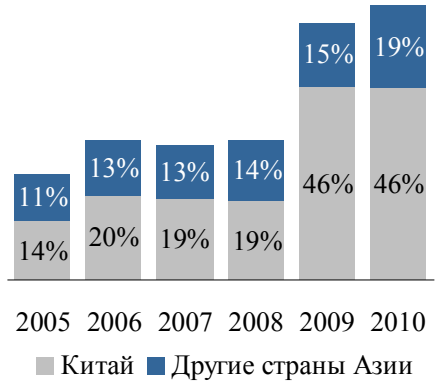


Рисунок 16. Доля стран Азии и Китая в общем объеме мирового рынка IPO.

Источник: Ernst&Young

Усиление роли национальных рынков и национальных бирж. Основными тенденциями развития конкуренции среди бирж в 2005-2010 гг. и 1-й половине 2011 г. стали усилие процессов консолидации и увеличение роли бирж развивающихся рынков. Многие страны предпринимают серьезные усилия для создания финансовых центров на своей территории на фоне изменения расстановки сил между крупнейшими биржами. Экономический рост развивающихся рынков привел к тому, что Нью-Йоркская, Лондонская биржи, лидеры среди бирж по объему привлеченного капитала в 2005 году, уступили места биржам Азии. В 2010 г. на Гонконгской бирже было привлечено $58 млрд. долл. капитала (20% от мирового рынка), на Шеньженьской – $44 млрд. долл (15% от мирового рынка) и только $34 млрд. долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Усиление роли суверенных фондов. Быстрые темпы роста экономик и увеличение доходов от экспорта позволили развивающимся рынкам аккумулировать значительные объемы капитала. Суверенные фонды стали заметными игроками, как на рынке частного, так и на рынке публичного капитала и постепенно усиливают свое влияние. Это влияние

распространяется как на участие фондов в покупке акций при IPO, так и в инициации IPO компаний, в которых суверенные фонды владеют значительной долей, для целей продажи своей доли в капитале компании.

5) Сокращение доли спонсируемых IPO. Под спонсируемыми IPO понимаются такие сделки, в которых инициатором является фонд прямых или венчурных инвестиций, для которых публичное размещения – способ монетизировать долю в компании (VC-backed и PE-backed IPOs). Активность фондов прямых инвестиций определяется доступностью кредитных ресурсов: дешевые деньги создают стимул развития рынка, и, наоборот, дорогое финансирование ограничивает возможности инвесторов продать объект инвестирования фондам, работающим на заемном капитале. Традиционно наиболее активные рынки спонсируемых размещений - это США и Европа. В рассматриваемый период возрастает роль китайских компаний. Значительное падение количества спонсируемых размещений наблюдается в 2008-2009 на фоне общего падения рынка в целом (рис. 17 и рис. 18).

Рисунок 17. Рынок спонсируемых IPO (в денежном выражении).

Источник: Ernst&Young

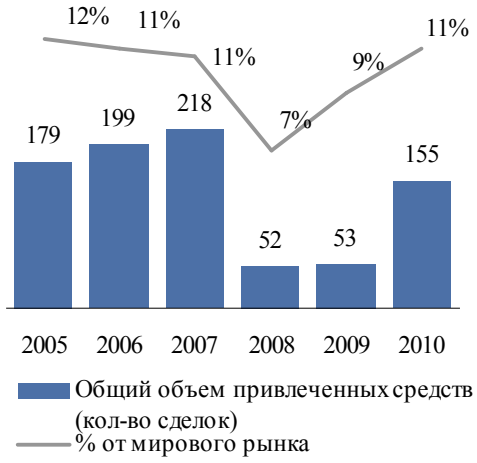


Рисунок 18. Рынок спонсируемых IPO (в натуральном выражении).

Источник: Ernst&Young

6) Рост количества размещений акций выделяемых дочерних компаний (carve-out). На IPO выходят дочерние компании крупных корпораций, уже являющихся публичными. Это один из инструментов финансирования

дочернего бизнеса для крупных компаний со сложной структурой. Так, одно из крупнейших размещений в истории - это размещение AIA Group ($22,1 млрд. долл.), азиатской дочерней компании AIG Group. Среди других крупных размещений в 2010 г. – Samsung Life Insurance ($4,4 млрд. долл.), Enel Green Power ($3,4 млрд. долл.).

Необходимо также отметить, что получают развитие различные формы первичных размещений, в частности, компаний, созданных для целей поглощения, сделок частных инвестиций в публичный капитал, а также альтернативные IPO способы привлечения капитала[67].

Глобальный рынок первичных размещений испытал значительное падение в объеме и количестве сделок в 2008 году на фоне обвала на вторичных рынках, в первой половине 2009 года был крайне не активен и начал постепенно оживать лишь во второй половине 2009 года. Рынок SPO восстанавливался быстрее рынков IPO, т.к. компаниям, уже известным инвесторам, проще привлечь капитал.

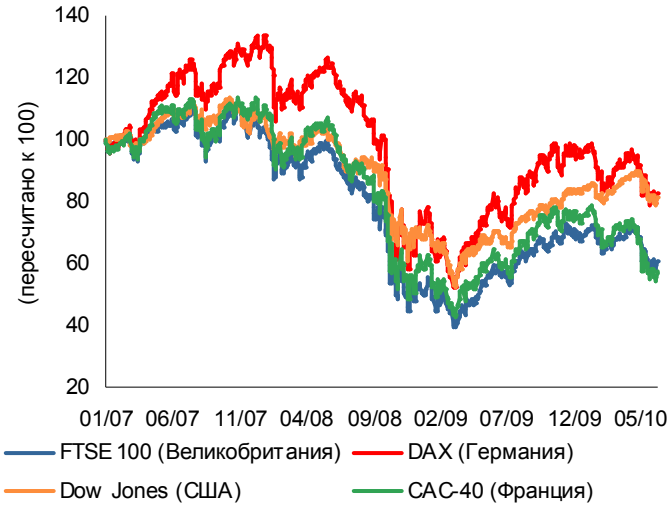


Рис. 19. Динамика индексов развитых стран

Источник: Bloomberg

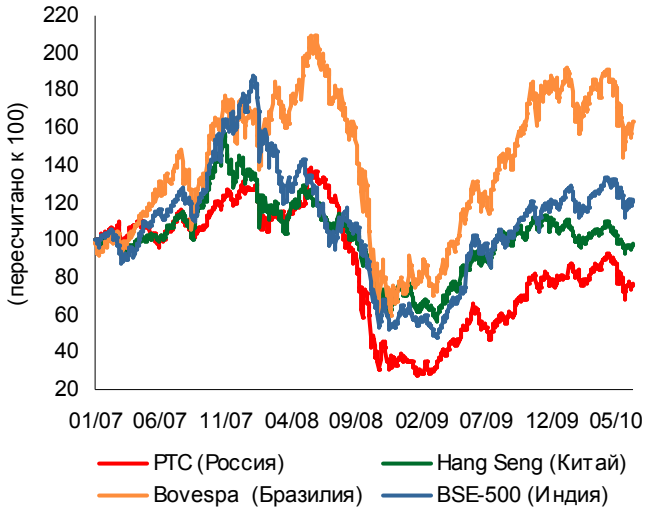


Рис. 20. Динамика индексов развив. стран

Источник: Bloomberg

Инвесторы в начале 2009 года могли приобрести акции публичных компаний на 50%-70% дешевле, чем годом ранее: разрыв между ожиданиями

[67] См. Приложение 3. Экзотические разновидности первичных публичных размещений и альтернативные способы привлечения капитала

компаний и их акционеров и инвесторов продолжал увеличиваться (рис. 19 и рис 20).

Однако падение рынка в 2008-2009 гг. не изменило основных тенденций рынка IPO, значительная часть из которых определяются общими трендами развития глобальной экономики. Более того, в среднесрочной перспективе стоит ожидать активизацию рынков IPO на фоне восстановления экономики развитых и развивающихся стран. Объемы размещений в 2008-2009 гг. в мире находились на уровне ниже средних значений объемов в благополучные годы, что формирует значительный потенциал для дальнейшего роста рынка. Поддержку будут также оказывать приватизационные программы правительств развитых и развивающихся стран: Индия планирует осуществить приватизацию на сумму $10 млрд. долл. в ближайшие годы, приватизационные план российского правительства - около $50 млрд. долл. в период 2011-2017 гг. Другим немаловажным фактором является поддержка развивающимися государствами альтернативной энергетики, отрасли по переработки отходов, транспортной и инфраструктурной отраслей. В период кризиса Китай запустил программу по финансированию крупных инфраструктурных и транспортных проектов в размере $586 млрд. долл. В 2010 году китайское правительство объявило о запуске программы размером $735 млрд. долл. по развитию альтернативной энергетики. В Индии принята инвестиционная программа по развитию инфраструктуры общим объемом $1 трлн. долл.

На основе анализа особенностей развития рынка IPO в 2005-2010 гг. и первой половине 2011 г. можно выделить основные направления развития рынка IPO в среднесрочной перспективе до 2020 года:

1) увеличение доли компаний малой и средней капитализации, в том числе инновационных компаний. Ведущие развитые страны уделяют внимание инновациям и развитию сектора высоких технологий: создаются центры инновационного развития, специальные инвестиционные фонды, в том числе на основе государственно-частного партнерства. Так как частные

инвесторы из многих проектов будут выходить через IPO, существует значительный потенциал роста размещений со стороны инновационных компаний. В 90-е годы XX века активизировались интернет-компании и IT-компании, в 2000-е - биотехнологичные компании, в 2010-е - к инновационным компаниям из IT-сектора и сектора биотехнологий добавятся компании сектора «чистых технологий» (cleantech companies), развивающие технологии переработки отходов и альтернативной энергетики;

2) общее увеличение рисков рынка IPO. Выход на рынок меньших по размеру инновационных компаний будет определять общее увеличение рискованности первичных рынков акционерного капитала;

3) стабилизация доли размещений развивающихся рынков в общей структуре рынка IPO. Бурный рост развивающихся рынков определил увеличение количества IPO из этих стран. В 2009 и 2010 годах на фоне значительного падения европейского рынка IPO доля азиатских рынков возросла с 31% (среднее значение за 2005-2008 годы) до 61% в 2009 и 65% в 2010 г. В первой половине 2011 года доля азиатских рынков продолжала оставаться на высоком уровне (около 60%). По мере восстановления европейского и американского рынков IPO в 2012-2014 гг. доля размещений из Азии и других развивающихся стран стабилизируется;

4) усиление национальных бирж, формирование новых финансовых центров. Ряд стран уделяет особое внимание созданию на своей территории региональных финансовых центров и привлечению зарубежных эмитентов. Среди таких стран - Китай, Индия, Бразилия. Россия также пытается создать в Москве международный финансовый центр к 2020 году. Российский финансовый центр, прежде всего, будет ориентирован на страны СНГ и Восточную Европу. Однако, пока в странах СНГ, например в Украине, отсутствует законодательная база для размещения акций в России. Успешным оказался проект Варшавской фондовой биржи, по результатам 2009 и 2010 годов ставшей одной из наиболее значимых по объемам IPO площадок Европы;

5) усиление внимания инвесторов к бизнесу, в который осуществляются инвестиции. Значительные потери, понесенные фондами в конце 2008 года, заставляют их более консервативно подходить к оценке инвестиций. Результатом станет более внимательная комплексная проверка потенциальных объектов инвестирования и увеличение «IPO дисконта». Рынок размещений после 2008 года стал «рынком инвестора», тогда как на его буме он был «рынком эмитента». По мере уменьшения волатильности рынка данный дисконт будет снижаться.

§2.2. Опыт проведения первичных публичных размещений акций российских компаний

Для дальнейшего анализа опыта первичных публичных размещений акций российских компаний необходимо определиться с тем, что мы понимаем под российской компанией. Трудности в создании выборки связаны с наличием группы компаний, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях и разместивших свои акции преимущественно на Лондонской фондовой бирже в секции для компаний малой капитализации (AIM). Все эти компании имеют российские активы, и их основная деятельность осуществляется в России, но часть из них имеют бенефициаров - иностранцев, часть - предпринимателей российского происхождения. Решение по выбору биржи, юридической структуры компании и других существенных вопросов относительно размещения определяется спецификой бенефициаров. Многие из этих компаний - это бизнес европейских предпринимателей в России, которые решили не регистрировать компанию в России, часть компаний – партнерства российских и иностранных бизнесменов, оставшиеся – бизнес российских бизнесменов, инкорпорированный за рубежом. Разделить эти компании по критерию происхождения основной части бенефициаров представляется затруднительным, поэтому данные компании исключаются из общего анализа опыта российских размещений – об этих компаниях будет отдельно сказано

при анализе выбора юрисдикции. Таким образом, критериями отбора компаний было соблюдение, по меньшей мере, двух из следующих условий: 1) головная компания зарегистрирована в России, 2) компания владеет активами на территории России, 3) бенефициарами компании являются бизнесмены российского происхождения, Таким образом, в выборку попадают компании X5 Retail Group, Глобалтранс, Евраз, AFI Development, Интегра, но исключаются компании типа Peter Hambro, Petropavlovsk, Black Earth Farming и др. Список компаний, не вошедших в окончательную выборку, приведен в главе 3 разделе §1.

Практика проведения первичных публичных размещений в России в сравнении с практикой Европы и США, а также других развивающихся рынков, в частности, Бразилии, Индии и Китая, не такая обширная. Объяснение этому простое и известное: Россия начала переход от плановой экономики к рыночной в начале 1990-х гг. На фоне глубокого кризиса, охватившего экономику страны и сопровождавшегося переделом собственности, IPO не могло быть инструментом привлечения инвестиционных ресурсов.

В финансовой истории России можно выделить два периода развития рынка IPO: дореволюционный[68] и современный. Данные периоды укладываются в приводимую ранее периодизацию развития глобальных рынков: дореволюционный период является составной частью этапа институционализации мировых рынков IPO, на современном же этапе развитие российского рынка происходит в рамках общих тенденций развития мировых первичных рынков. Основываясь на активности проведения первичных публичных размещений российскими компаниями, можно выделить 3 этапа:

I. *зарождение рынка IPO (1996-2003 гг.): первые размещения российских компаний были единичными и осуществлялись на иностранных биржах.* История российских IPO открывается компанией Вымпелком:

[68] См. Приложение 4. Российские акции на зарубежных биржах до 1917 года

15 ноября 1996 года на NYSE началось обращение депозитарных расписок на ее акции. Через размещение акций по верхней границе ценового диапазона компании удалось привлечь $110,8 млн. Для инвесторов это размещение по своей доходности было весьма успешным – доходность первого дня составила 44%. Следующее размещение состоялось только в 1999 году (Голден Телеком). Первое размещение на внутреннем рынке провела компания РБК: в 2002 году было привлечено $14 млн.

II. становление рынка IPO (2004-2007 гг.): значительное увеличение числа размещений, совершенствование российский регулятивной и биржевой инфраструктуры. С 2003 года начинается значительный рост числа российских компаний, выходящих на первичный рынок. Наиболее «активными» были 2005-2007 годы, когда свыше 50 компаний стали публичными. 2007 год стал рекордным годом по количеству IPO, при этом Россия стала лидером среди стран Европы: российские компании провели предложения акций почти на $30 млрд. (рис. 21 и 22), тогда как рынок Великобритании составил $22 млрд., а Германии — $11 млрд. Параллельно с ростом объемов рынка происходили и институциональные изменения: благодаря протекционистской политике ФСФР усиливали свои позиции российские биржи, а многие компании применяли схему двойного размещения, когда ценные бумаги одновременно предлагались и через российские и через международные биржи.

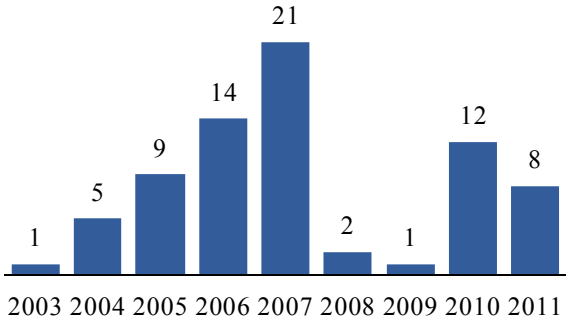


Рис. 21. Российский рынок IPO (2003-2011). Количество размещений

Источник: E&Y, PBN Company

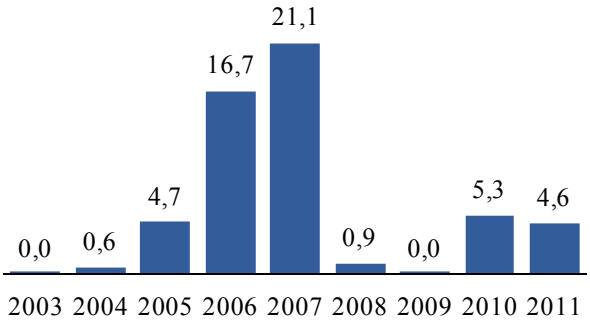


Рис. 22. Российский рынок IPO (2003-2011). Привлеченный капитал (млрд. $)

Источник: E&Y, PBN Company

Сырьевая направленность российской экономики находит свое отражение в структуре первичного рынка, на котором превалируют добывающие компании. В сравнении с мировым рынком, на российском рынке представлено меньшее число отраслей, низка доля высокотехнологичных компаний. Отраслевая структура показана на рис. 23.

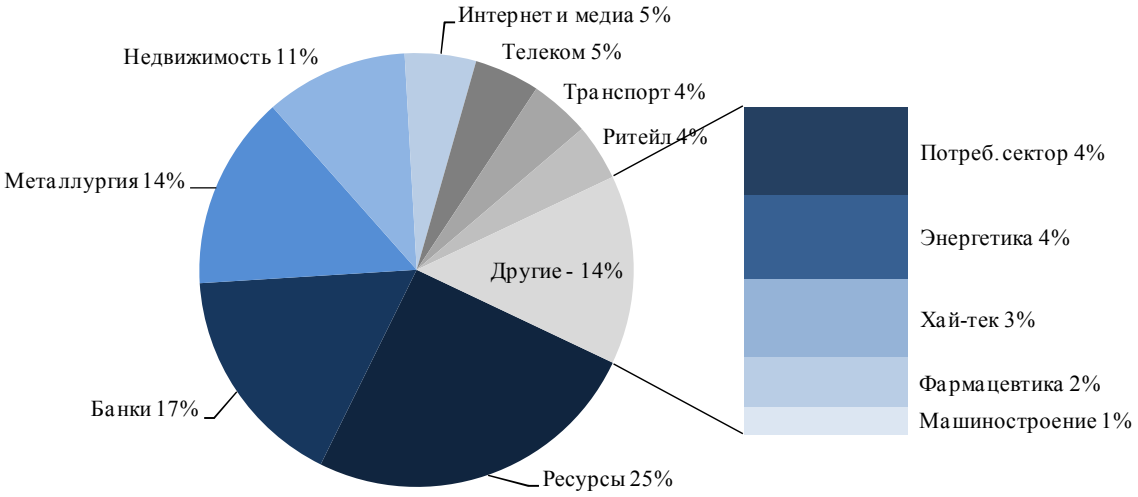


Рис. 23. Отраслевая структура российского рынка IPO за 1996-2011 г. по объему привлеченного капитала.

Источник: Bloomberg, E&Y, расчеты автора

<u>III. развитие рынка IPO в условиях финансового кризиса (2008-2011 гг.):</u> увеличение количества размещений, сопровождающихся переносом головной компании в иностранную юрисдикцию, общее уменьшение активности эмитентов, перенос сроков запланированных размещений. За 2008 год только 2 компании решились провести значительные по объему сделки с акционерным капиталом: «Глобалтранс» и «ТГК-7». Также получил листинг на Лондонской бирже «Акрон», и незначительную долю акций на Франкфуртской бирже разместила компания «Тракторные заводы». 32 компании анонсировали свой выход на биржу в 2009 году, 5 компаний планировали выйти на биржу в 2009 году или позже, и более 60 компаний - в

период с 2009 по 2012 год[69]. Все эти размещения были отложены. Восстановление российского первичного рынка началось в конце 2009 года, когда ряд российских компаний снова начали проводить вторичные размещения акций. В конце 2009 года было проведено единственное размещение акций компании «Институт стволовых клеток человека». За 2010 год состоялось 12 размещений. В первой половине 2011 года на рынок вышли несколько крупных компаний, в том числе «Номос-Банк», «Эталон», «Русагро». Не удалось разместить свои акции крупнейшему сотовому ритейлеру «Евросеть». В связи с усилением волатильности на финансовых рынках во второй половине 2011 года на фоне опасений относительно снижения рейтинга США, долгового кризиса в еврозоне и замедления темпов роста мировой экономики размещения, запланированные на октябрь-ноябрь, были отменены. Дальнейшее восстановление рынка IPO будет определяться ситуацией на мировых финансовых рынках и развитием событий вокруг проблем американской экономики и экономик стран еврозоны.

Привлечение капитала, являясь одной из наиболее значимых целей IPO, осуществляется для решения конкретных задач, каковыми могут являться потребности в инвестиционных ресурсах для реализации стратегии органического роста (расширение производства, развития сети, открытия филиалов) или финансирования сделок слияний и поглощений, модернизации производства или реструктуризация задолженности. Для российских компаний IPO стало одним из инструментов инвестиционного развития бизнеса: более 85% компаний в маркетинговых документах по сделкам указывали инвестиционный характер использования выручки от размещения, около 15% компаний полностью или частично направили средства на реструктуризацию долга. И только менее чем в 5% сделок не выпускались новые акции (без учета размещений по схеме «старые на новые»)[70].

---

[69] Russian IPO Pioners-4: an analysis & review of 2008 Russian & CIS IPOs, PNB, 2009. URL: http://www.pbnco.com/

[70] Приложение 5. Направления использования средств российских компаний, привлеченных от IPO

Первоначально темпы развития рынка ценных бумаг в России опережали развитие его регулирования. За первое десятилетие 2000-х годов законодательная база первичного рынка претерпела серьезнейшие изменения, направленные на формирование развитого первичного рынка внутри страны и создание регулятивной инфраструктуры, соответствующей международному опыту. В настоящее время (ноябрь 2011 г.) законодательную базу первичного рынка в России формируют следующие документы:

1) кодексы: Гражданский кодекс РФ (часть первая от 30.11.1994 № 51-ФЗ и вторая от 26.01.1996 № 14-ФЗ);
2) федеральные законы: О рынке ценных бумаг (от 22.04.1996 № 39-ФЗ), Об акционерных обществах (от 19.07.1995 № 115-ФЗ), О порядке осуществления иностранных инвестиций в коммерческие организации, имеющие стратегическое значение для национальной безопасности Российской Федерации (от 29.04.2008 № 57-ФЗ), О приватизации государственного и муниципального имущества (от 21.12.2001 N 178-ФЗ).
3) нормативно-правовые акты: Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 N 07-4/пз-н), Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг (приказ ФСФР РФ от 09.10.2007 N 07-102/пз-н), О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации (инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 N 128-И), Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации (приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 N 09-21/пз-н) и ряд других нормативно-правовых актов, регулирующих порядок

предоставления ФСФР документов и разъясняющие основные федеральные законы.

Рассмотрим основные черты регулятивной инфраструктуры российского рынка ценных бумаг, непосредственно затрагивающих вопрос IPO. Это регулирование видов котировальных листов, выдача разрешения на листинг за рубежом, ограничение участия иностранных инвесторов на участие в капитале российских компаний.

*Государственное регулирование котировальных листов***.** Наличие котировальных листов является особенностью российского рынка: на развитых рынках они отсутствуют, в частности, нет котировальных листов на американских и европейских биржах. Само назначение котировальных листов состоит в упрощении регулирования процесса инвестирования со стороны профессиональных участников. Законодательно регулируется состав и структура активов, в которые могут инвестироваться средства фондов, инвестиционные резервы страховых компаний и других институциональных инвесторов. На российском рынке эмитенты, включенные в котировальный лист уровня «А1», имеют самый широкий потенциальный круг российских институциональных инвесторов[71], включая пенсионные накопления НПФ, пенсионные накопления Пенсионного фонда Российской Федерации, собственные средства и страховые резервы страховых компаний.

Для начала обращения ценных бумаг на бирже они должны быть допущены к торгам через прохождение процедуры листинга либо без прохождения этой процедуры, но тогда ценные бумаги будут отнесены к категории внесписочных. Процедура листинга предполагает включение ценных бумаг в котировальный список "А" (первого и второго уровней), "Б", "В" или "И".

Котировальные листы «В» и «И» появились в рамках мер по стимулированию развития первичного рынка и приведению в соответствие законодательных требований к процедуре эмиссии и листинга с

[71] См. Приложение 6. Потенциальные инвесторы в ценные бумаги различных котировальных листов

международной практикой.[72] В отличие от введенных ранее котировальных листов «А1», «А2» и «Б»,[73] котировальные листы «В» и «И» по своей сущности - промежуточные котировальные листы: нахождение эмитента в списке «В» ограничено 6 месяцами, а в листе «И» - 5 годами. После истечения данного срока ценные бумаги должны быть переведены в постоянные котировальные листы либо в категорию внесписочных бумаг.

Введение данных котировальных листов сократило временные издержки допуска ценных бумаг к размещению и обращению на бирже: для того, чтобы попасть в котировальный листы «А» или «Б», акции должны были находиться в составе внесписочных в течение трех месяцев, а значит, провести классическое IPO, когда компания размещает акции среди инвесторов, получает допуск к торгам, после чего акции начинают торговаться на бирже, было невозможно.

Котировальные листы «В» и «И» предполагают наличие дополнительной торговой инфраструктуры в лице дополнительных участников торгов. У компании, торгующейся в котировальном листе «В», должен быть заключен договор с маркет-мейкером, а в котировальном листе «И» - с маркет-мейкером и финансовым консультантом, аналогом номада (от. nomad - nominated advisor - назначенный советник) при размещении на площадке AIM Лондонской фондовой биржи).

Таким образом, если котировальный лист «В» был введен для упрощения размещений, то котировальный лист «И» призван играть роль инкубатора – специально создан для роста капитализации эмитентов ценных бумаг в цивилизованных условиях российского фондового рынка[74].

---

[72] Котировальные лист «И» введен приказом ФСФР России от 22.06.2006 г. № 06-68/пз-н, котировальные лист «В» - приказом ФСФР России от 15.12.2004 г. № 04-1245/пз-н (в ред. Приказов ФСФР России от 22.06.2005 г. № 05-22/пз-н, от 12.01.2006 г. № 06-4/пз-н)

[73] Листы А1, А2 и Б введены постановлением ФКЦБ России от 4.01.2002 г. № 1-пс, которое заменило постановление ФКЦБ России от 19.12.1996 г. № 23, согласно которому котировальные листы делились на листы первого и второго уровня

[74] Федоров А. «Высокие технологии на биржевых площадках», Форум (приложение к газете Ведомости), декабрь 2007

Государственное регулирование международных размещений. ФСФР, пытаясь стимулировать развитие первичного рынка в России, законодательно ограничивает размеры международных размещений российских компаний и обязывает для допуска эмитента на международные рынки пройти процедуру листинга в России. В период с 2000 по 2010 гг. требования менялись в сторону ужесточения от простого доступа к торгам у одного из российских организаторов торговли до включения ценных бумаг в котировальный список одной из российских фондовых бирж с установлением квот на долю акций к размещению внутри страны и за ее пределами. До 1 января 2010 года российские эмитенты имели право разместить на иностранных площадках не более 70% размещаемых акций соответствующего выпуска при условии, что на иностранных площадках будет обращаться не более 30% (до 2008 года – не более 35%) от общего количества всех размещенных акций российского эмитента той же категории.[75] Однако, эмитенты научились обходить требования регулятора к пропорции 70 на 30. Делалось это следующим образом: предварительно компании получали разрешение на выпуск максимального числа депозитарных расписок, а затем организаторы ссылались на недостаточный внутренний спрос и размещали большую часть акций среди иностранных инвесторов. Факт недостаточного спроса практически нельзя проверить, т.к. книга закрыта для регулирующих органов. Если же внутреннее размещение все-таки происходило, затем следовал перевод из локальных акций в ГДР, что было возможно в случае наличия разрешения ФСФР на больший объем уставного капитала. Правда, этот перевод может иметь негативные последствия для эмитента, о чем будет сказано при анализе структурирования.

С 2010 года ФСФР ввела серьезные ограничения на количество акций, которые можно предлагать при IPO для размещения и обращения за

---

[75] Приказ ФСФР от 12 января 2006 г. N 06-5/пз-н «Об утверждении положения о порядке выдачи федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами российской федерации (в ред. Приказа ФСФР РФ от 05.06.2008 N 08-24/пз-н)

пределами России. ФСФР разрешает размещение и обращение 25% от общего количества акций для компаний, акции которых включены в котировальный лист «А» первого или второго уровня, не более 15% для компаний, включенных в котировальный список «Б», 5% для компаний, бумаги которых находятся в списках «В» или «И» биржи. При проведении каждой новой эмиссии компаниям разрешается размещать за пределами РФ не более 50% от общего количества размещаемых акций соответствующего выпуска. Данные ограничения могут иметь совершенно иные последствия для сложившейся практики рынка IPO российских компаний, нежели задумывалось регулятором. Как говорилось выше, по российскому законодательству при проведении первичного размещения бумаги любого эмитента сначала включаются в список «В» или «И» и только затем могут быть переведены в другие котировальные списки. Это означает, что при IPO эмитент сможет разместить на зарубежной площадке не более 5% своих акций,[76] что недостаточно для создания ликвидности. При этом в Положение включена оговорка, которая позволит обходить данные ограничения. Суть ее в том, что если у ФСФР есть договоренности о сотрудничестве с регулятором финансового рынка соответствующей страны, эмитент имеет право предложить инвесторам депозитарные расписки, выпущенные депозитарием, находящемся на территории данной страны. У ФСФР имеются подобные соглашения, но если не принимать во внимание оговорку, текст Положения в данной редакции направлен на то, чтобы на иностранных биржах проходили только вторичные размещения. Последствиями такого рода решений могло бы быть полное исключение транша, размещаемого на иностранных торговых площадках эмитентами (5% капитала даже для крупной компании - слишком небольшое значение, которое не позволит создать ликвидного рынка акций), уменьшение спроса на российские акции (не все инвесторы обладают инфраструктурой доступа на российский рынок), уменьшение доходов

[76] Приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 N 09-21/пз-н "Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации"

эмитентов от размещения (за счет уменьшения спроса и, соответственно, потенциальной цены размещения). В любом случае, у эмитентов возможность привлечения международного капитала сохраняется посредством перевода российских активов в иностранные холдинговые компании[77].

Ограничения «сверху» не являются правильными с точки зрения регулирования рынка IPO. Стратегией регулятора в отношении рынка IPO должно быть стимулирование внутреннего спроса возможно путем 1) создания благоприятных условий для интенсивного развития российских институциональных инвесторов и 2) упрощение расчетов и клиринга и приведение российской практики к международным стандартам способны привлечь больше иностранных инвесторов к прямой работе на российском рынке.

В июне 2011 года ФСФР объявило о намерении отменить ограничения на размещение и обращение российских акций за рубежом. Эта мера является положительным фактором, который упростит процедуру размещения. Ожидается, что данные меры могут вступить в силу с 2013 года.

Государственное регулирование иностранных инвестиций. В 2008 году в целях регулирования доступа иностранных инвесторов к контролю над компаниями и предприятиями, которые могут иметь стратегическое значение для страны с точки зрения безопасности, был принят закон «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства»[78].

В упомянутом российском законе, наряду с отраслями и видами деятельности, которые вряд ли представляют интерес с точки зрения IPO, перечислены те направления, которыми занимаются компании, планирующие размещение акций. Среди них - операторы фиксированной связи и

---

[77] Kolleeny G., Fedotov A. Russian Federation: Draft Amendment To Stop Russian IPOs Abroad // World Securities Law Report. August 2009.

[78] Федеральный закон от 29.04.2008 N 57-ФЗ "О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства".

телекоммуникационные компании, в том числе телеканалы, компании, занимающиеся разработкой недр, добычей водных биологических ресурсов, производством авиатехники.

В свою очередь, из всех перечисленных в данном федеральном законе стратегических отраслей ФСФР своими постановлениями значительно ограничила размер международных размещений только сырьевым компаниям. В частности, стратегические предприятия могут размещать за пределами РФ не более 25% своих акций, а в случае, если они осуществляют геологическое изучение недр, разведку и добычу полезных ископаемых на участках недр федерального значения - не более 5% от общего количества всех размещенных акций.

Государственное регулирование фондовых бирж. Наиболее значимыми для первичного рынка акций в период 1996-2011 гг. были фондовые биржи ММВБ и РТС: все российские размещения и размещения, в которых часть выпуска размещается на российской площадке, проходили на одной из этих площадок или одновременно на двух. Несколько эмитентов – производитель продуктов питания «Черкизово» (2006) и производитель электроники «Ситроникс» (2007) – прошли процедуру листинга на Московской фондовой бирже. Выбор этой биржи связан не с широкими возможностями, которые она предоставляет эмитенту, а отработанной схемой по уклонению от требований ФСФР о процентном соотношении выпуска, размещаемого в России и на зарубежных рынках, о котором говорилось выше.

В 2011 г. произошло слияние РТС и ММВБ. Объединение двух бирж позволит усилить позиции Москвы как финансового центра за счет увеличения ликвидности, базы инвесторов и сокращения транзакционных издержек.

С использованием опыта европейских и азиатских бирж, ММВБ и РТС до объединения по отдельности развивали инфраструктуру для размещения малых инновационных компаний: ММВБ развивала рынок инноваций и

инвестиций (РИИ) и Сектор MICEX Discovery, а РТС – площадку RTS Start[79]. В 2007 - 2010 гг. на этих рынках было проведено только 8 размещений, против 321 сделок объемом около $45 млрд. долл. в сегментах SME и ChiNext Шенженьской фондовой бирже только в 2010 г.

Одной из главных проблем первичного рынка до 2006 г. был существенный разрыв между распределением акций среди инвесторов - и началом биржевого обращения ценных бумаг, который был связан с особенностями действия преимущественного права и необходимостью регистрации отчета об итогах выпуска в ФСФР. В настоящий момент этот разрыв устранен, однако, по-прежнему есть препятствия развитию внутреннего первичного рынка:

1) Емкость и ликвидность внутреннего рынка. Совокупные активы российских институциональных инвесторов несопоставимы с активами, находящимися под управлением зарубежных фондов. Безусловно, крупные фонды имеют инфраструктуру доступа на российский рынок и могут и приобретают российские акции. К настоящему моменту есть прецеденты проведения крупных размещений акций только внутри России, например вторичное размещение (SPO) Сбербанка[80] в феврале 2007 года на сумму $3 млрд.[81]. Привлечение иностранных инвесторов и стимулирование развития национальных инвесторов позволит увеличить емкость внутреннего рынка и его ликвидность.

2) Высокая доля сделок с ГДР/АДР в общем объеме сделок с российскими ценными бумагами. Инвестиции в Россию связаны с повышенным риском, однако этот риск связан не только с более высокими экономическими рисками, но и высокими политическими рисками. В целом

---

[79] Приложение 7. IPO компаний малой и средней капитализации

[80] IPO Сбербанка осложнялась тем, что ЦБ предъявляет к эмиссии акций банками более жесткие требования, чем ФСФР. В результате иностранцам, которые хотели участвовать в дополнительной эмиссии, нужно было переводить на русский язык устав и отчетность и апостилировать их. Глобальные координаторы выпуска J.P. Morgan и Credit Suisse, чтобы предоставить возможность иностранным инвесторам, которые были не согласны участвовать в размещении по сложной процедуре, предложили специальные ноты, привязаные к акциям Сбербанка.

[81] Объем размещения учитывает объем привлеченных средств за минусом доли, выкупленной контролирующим акционеров в лице Центрального банка. Всего Сбербанк привлек $8,8 млрд.

эти риски в той или иной степени присущи многим развивающимся странам. Кроме того, не все инвесторы, владеющие российскими ценными бумагами, чувствуют себя защищенными и поэтому предпочитают владеть депозитарными расписками. Отчасти это объясняется стереотипами инвесторов, ведь ключевым фактором принятия решения будет являться инвестиционный климат, который одинаково негативно воздействует на акции и депозитарные расписки[82].

3) Неразвитость учетно-клиринговой системы. Важной проблемой является отсутствие центрального депозитария. Слияние РТС и ММВБ дает надежду на появление единого депозитария. Другой проблемой является доступ иностранных инвесторов на российский рынок и учет прав собственности. Дело в том, что счет номинального держателя в депозитарии по российскому праву может открывать только резидент, а значит, глобальные кастодианы могут становиться только простыми депонентами, что неприемлемо, когда они не являются непосредственными владельцами акций.

4) Слабость российских финансовых институтов. Ограниченное число клиентов большинства российских банков, определяет доминирующее положение иностранных банков на рынке IPO. Наиболее успешным проектом создание сильного инвестиционного банка было связано с появлением ВТБ-Капитал, конкурирующим на российском рынке за клиентов наравне с международными банками.

В перспективе российский рынок IPO, принимая во внимание масштабы экономики страны, имеет хорошие шансы закрепить свои позиции, став одним из крупнейших рынков в мире. Важно, чтобы данный потенциал был использован для развития внутреннего российского рынка ценных бумаг.

---

[82] Ситуация с продажей «Евросети» Евгением Чичваркиным и налоговый конфликт вокруг «Арбат Престижа», приведший к банкротству компании – примеры конфликтов собственников бизнеса и власти. Не менее серьезным в России является и риск рейдерства. Сергей Гуриев в книге «Мифы Экономики» отмечает, что «Защита прав собственности – и особенно инвесторов – определяет уровень финансового развития экономики. <…> Ключевой элемент защиты прав инвесторов – эффективность исполнения законов. <…> . Сергей Гуриев также отмечает важность защиты интересов мажоритарных акционеров: «поэтому вряд ли стоит пытаться защитить права мелких акционеров до тех пор, пока в свои права не поверят крупные».

На основе анализа тенденций развития мирового рынка и истории развития российского рынка можно утверждать, что в среднесрочной перспективе до 2020 года основными тенденциями развития рынка IPO в России будут:

1) рост активности эмитентов. Активность эмитентов на первичном рынке, как говорилось выше, в значительной степени определяется конъюнктурой вторичных рынков, на которые оказывает влияние общее состояние экономики и финансовых рынков. Негативным фактором, препятствующим росту рынка первичных размещений акций, является неопределенность и значительное ухудшение ситуации на финансовых рынках в середине 2011 года на фоне долговых проблем стран еврозоны, прежде всего стран южной Европы. Не только проблемы глобальной экономики будут оказывать влияние на российский рынок, но и непосредственно состояние российской экономики. Замедление экономического роста и роста доходов населения снижает инвестиционную привлекательность компаний. При проведении стимулирующей политики со стороны государства и улучшении глобальной макроэкономической ситуации стоит ожидать рост активности среди эмитентов и увеличения числа первичных размещений акций;

2) диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов. Традиционно сильные позиции на российском рынке первичных публичных размещений занимали компании сырьевого сектора. Принимая во внимание отраслевую специализацию российской экономики и состав крупнейших частных компаний, необходимо согласиться с тем, что компании, связанные с эксплуатацией природных ресурсов и далее будут занимать значительную долю рынка IPO. Тем не менее, в 2009-2011 гг. можно было наблюдать увеличение числа размещений высокотехнологичных компаний. Конечно, их количество пока незначительно, а число крупных компаний в этом секторе и вовсе ограничено (Яндекс и Mail.ru одни из крупнейших компаний «новой экономики» уже стали публичными). Однако после запуска биржей ММВБ сектора для инновационных компаний РИИ (Рынок инноваций и инвестиций)

на биржу стали выходить небольшие компании инновационного сектора, такие как «Институт стволовых клеток человека», производитель биологически активных добавок «Диод», производитель навигационных систем «РНТ», производитель инновационных лекарств «Фармсинтез», интернет-магазин «Ютинет.ру», а также ряд венчурных фондов. Общий объем привлекаемых средств и количество размещений пока незначительно и в разы меньше показателей инновационных сегментов бирж других развивающихся стран, в частности Китая, на которых только за 2010 год разместилось около 300 компаний и привлекло $35 млрд. долл.;

3) уменьшение среднего размера IPO. Статистика показывает, что средний размер российских размещений в период активной фазы развития рынка в 2005-2007 гг. значительно превышал аналогичные показатели других рынков, в том числе развивающихся даже при исключении крупнейших размещений акций. Активизация выхода на рынок небольших инновационных компаний будет способствовать уменьшению среднего размера сделок в связи с выходом на биржу компаний среднего и малого бизнеса;

4) увеличение активности и участия розничных инвесторов в IPO. В международной практике привлечение розничных инвесторов - распространенное явление: в Китае обязательный розничный транш - 10%. В России же подобная практика скорее исключение, чем правило структурирования размещения. Только 2 из более чем 50 размещений проходили с целенаправленным привлечением розничных инвесторов и получили название «народных размещений». Конечно, розничные инвесторы участвовали в большем числе размещений, но специального розничного транша не предусматривалось. Особенно велика доля розничных инвесторов в размещениях малых компаний в секторе ИРК ММВБ. Российский розничный инвестор имеет возможность участия в любом размещении акций на российском рынке через брокеров. Количество людей, которые инвестируют средства подобным образом должно увеличиваться за счет

общего роста финансовой грамотности населения и роста числа размещений инновационных компаний, в которые более активно инвестируют розничные инвесторы;

5) рост доли национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств. В случае успеха реализации государственных мер по привлечению иностранных инвесторов к работе на российском рынке, увеличения объема акций, размещаемых внутри России и при общем росте инвестиционных ресурсов участников рынка следует ожидать роста объемов торгов и ликвидности обращающихся инструментов.

Для России модернизация является не просто приоритетным направлением развития, способным решить значительное число системных проблем экономики, но и вопросом будущего страны. Важнейшее условие осуществления преобразований в промышленности – доступ предприятий к капиталу, в отсутствие которого невозможно осуществлять масштабные инвестиционные программы по обновлению основных средств или расширению объемов производства. Финансовый сектор, будучи каналом трансформации сбережений в инвестиции, позволяет эффективно перераспределять ресурсы в пользу тех компаний, которые способны внедрять инновации наиболее эффективно. Масштаб необходимых российской экономике инвестиций предполагает участие не только национальных, но и международных инвесторов, поэтому задачей финансового сектора является не только аккумуляция внутренних ресурсов, но и привлечение внешних, что осуществляться во взаимодействии с иностранными банками и международными финансовыми организациями. Институт IPO как раз один из таких механизмов, позволяющий российским компаниям привлечь капитал как национальных, так и международных инвесторов. При этом публичный статус позволяет компании впоследствии возвращаться на рынки акционерного капитала посредством продажи дополнительных акций. Принимая во внимание, что значительная доля проведенных публичных размещений имели своей целью привлечение

инвестиционных ресурсов, наличие развитого института IPO носит системную значимость для российской экономики. При этом доля российского капитала в общем объеме привлекаемых через первичные размещения акций средств не очень значительна. Несмотря на это имеются возможности использования российской инфраструктуры. От того, насколько эффективно функционирует первичный рынок и какая доля акций размещается внутри России, зависит активность вторичного рынка.

§2.3. Сравнительный анализ доходности первичных публичных размещений акций

Если эмитента интересует объем привлекаемых средств, то инвесторов, приобретающих акции на первичном рынке, волнует вопрос роста стоимости акций на вторичных торгах. Основной спрос на российские размещения создают институциональные инвесторы, управляющие деньгами своих клиентов, и от «качества» приобретаемых бумаг зависит доходность, которую способны приносить фонды своим вкладчикам, а значит - их конкурентоспособность и финансовая устойчивость.

Первоначальные доходности и динамика стоимости акций после размещения с точки зрения процесса инвестирования имеют принципиальное значение. У инвестора, участвующего в IPO, есть альтернатива – вложение в акции уже торгующейся компании-конкурента. Инвестор, купивший акции в процессе IPO, получает доход от прироста курсовой стоимости акции, включая первоначальную доходность, и дивиденды. Инвестор, купивший бумаги компании-конкурента, получает доход только от прироста курсовой стоимости и дивиденды и не получает так называемую первоначальную доходность. Альтернативной стоимостью вложения в акции IPO будет неполученная доходность вложений в уже торгующиеся активы, и наоборот. Чтобы выявить более доходную стратегию на российском рынке, необходимо провести сравнение доходности акций IPO с доходностью рынка.

В IPO участвуют инвесторы с разными стратегиями и горизонтами инвестирования. Инвесторы, ориентированные на долгосрочное владение акциями, обращают внимание, прежде всего, на то, насколько реализуема стратегия развития и компетентен менеджмент компании, насколько достижим прогноз роста финансовых показателей, который, в свою очередь, повлечет за собой рост котировок акций, что позволит инвесторам получить ожидаемый доход. Инвесторов, ориентированных на получение прибыли в краткосрочном периоде, в частности хедж-фонды, вопросы стратегии и долгосрочного роста волнуют в меньшей степени. Однако, и тех, и других инвесторов волнует непосредственная цена предложения и ее отклонение от собственной оценки справедливой стоимости акций.

Опыт инвестиций в акции при IPO многих инвестиционных фондов оказался крайне неудачным. Отрицательная первоначальная доходность, дальнейшее падение курсовой стоимости акций приносят фондам огромные убытки. Наиболее провальными были размещения акций агропромышленной компании «Русское море» и дистрибьютора лекарственных средств «Протек», проведенные весной 2010 года, котировки акций которых за полгода после размещения упали на 55% и 37% соответственно[83]. Причиной такого резкого падения стали крайне негативные финансовые результаты. «Протек»[84] и «Русское море»[85] обнаружили неожиданные операционные проблемы,

---

[83] По состоянию на конец сентября 2010 г. - падение с момента размещения

[84] Финансовые результаты компании «Протек» за первое полугодие 2010 году оказались значительно хуже прогнозов компании и ожиданий рынка, что привело к падению котировок на неделе 13-19 сентября на 24,6%. Влияние введения государственного регулирования отпускных цен на лекарственные препараты первой необходимости с 1 апреля 2010 года оказались недооцененными. Компания была вынуждена реализовать запасы лекарственных препаратов ниже цены закупки, что привело к значительным убыткам. Частично потери были компенсированы бонусами от производителей, однако серьезная конкуренция среди дистрибьюторов не позволила «Протек» воспользоваться лидирующим положением в отрасли и полностью переложить издержки на производителей. Источник: Bloomberg

[85] Выручка компании от дистрибуции рыбы по итогам 1-го квартала 2010 года (в 2009 году это направление принесло группе три четверти доходов) снизилась на 11,9% (с 3,92 млрд до 3,45 млрд руб.) — в основном из-за сокращения предложения норвежской форели. Выручка сегмента готовой продукции выросла всего на 0,08% (с 930 млн до 937 млн руб.). Свои результаты компания объяснила прежде всего дефицитом норвежской рыбы. Дефицит возник из-за того, что в 2007 г. в Чили, втором после Норвегии поставщике, рыбу поразил вирус, и страна за два года сократила поставки на мировой рынок на 75%. В результате норвежская рыба оказалась в дефиците и начала расти в экспортной цене: только с начала 2010 г. замороженный лосось подорожал на 31,9%, а свежий — на 21,1. Источник: «Прогноз гниет с головы», Ведомости от 17.06.2010

которые значительно снизили их прибыли по сравнению с прогнозами на момент IPO. Отрицательная динамика курса акций этих компаний на фоне роста котировок акций компаний потребительского сектора (Группы «Черкизово», «Синергии», «Вимм-Билль-Данн») оказывает негативное влияние на восприятие инвесторами российских эмитентов, особенно после значительных потерь, понесенных в конце 2008 года.

Первоначальная доходность акций и динамика котировок после размещения служат ориентирами для участников рынка в отношении самого размещения и дальнейших перспектив акций компании. Многие инвесторы, имея негативный опыт IPO, рассматривают возможность приобретения акций не в процессе размещения, а на вторичном рынке, после того как они упадут в цене.

Анализ начальной доходности на российском рынке[86] показывает, что в России инвесторы получают значительно меньшую доходность в первый день, чем на многих развитых и развивающихся рынках. Например, средняя доходность за период 1996 – 2011 гг. составила 4,3%, а медиана – 1,7% (при этом, если из выборки исключить размещения с аномально высокой доходностью, такие как Вымпелком, ИСКЧ, Mail.ru и Яндекс, то средняя доходность составляет 2,4%)[87], тогда как средняя доходность рынка США за период 1960-2011 гг. – 16,8%, рынка Франции за период 1983-2010 гг. – 10,5%, рынка Великобритании за период 1959-2010 гг. – 16,2%, рынка Бразилии за период 1979-2011 гг. – 33,7%. Средняя первоначальная доходность крупнейших развитых рынков за соответствующие периоды составила 18,9%, а доходность развивающихся рынков 48,2%, при этом без учета высокой доходности рынков Китая, Индии и Ближнего

[86] См. Приложение 8. Первоначальная доходность российского рынка

[87] При расчете первоначальной доходности учитывались данные по всем первичным публичным размещениям российских компаний в указанный период при исключении данных по аномально высоким первоначальным доходностям компаний Вымпелком (1996 г: 42%) и ИСКЧ (2009 г.: 28%) среднее значение доходности первого дня торгов составляет 3,2%.

Востока – 19,3%[88]. Данные по первоначальной доходности на развитых и развивающихся рынков представлены на рис. 24 и рис. 25.

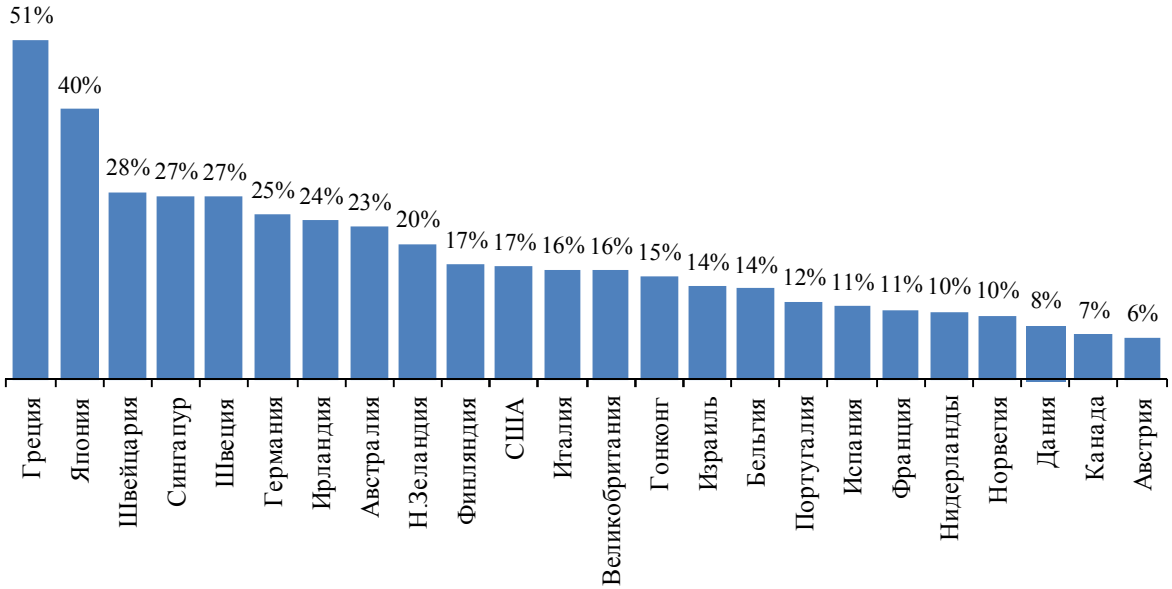


Рис. 24. Первоначальная доходность на рынках развитых стран

Источник: Риттер Д., Университет Флориды, 2011

Примечание: среднее за период исследований

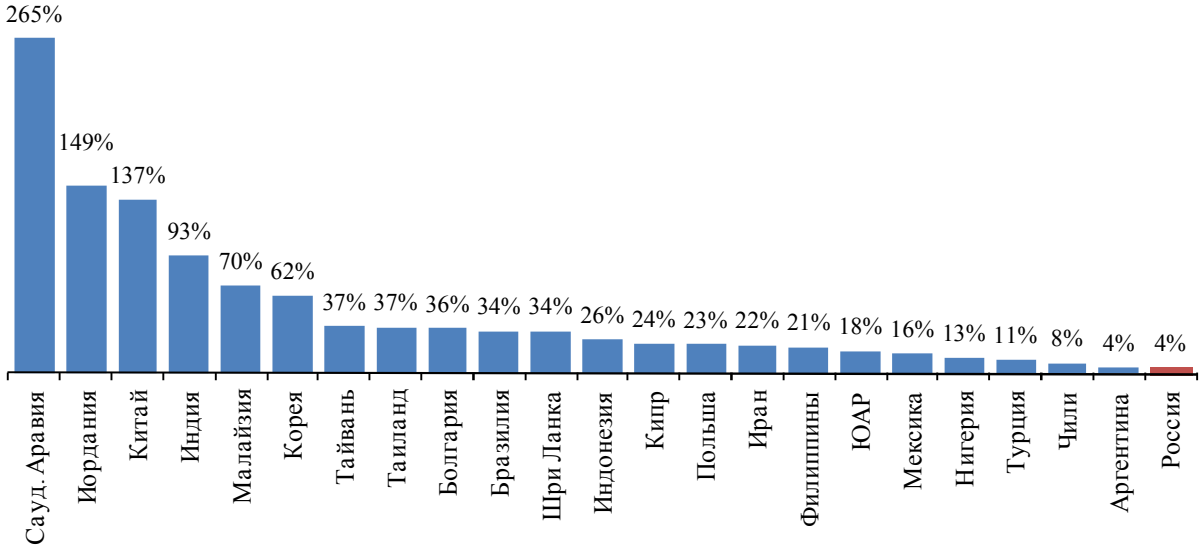


Рис. 25. Первоначальная доходность на рынках развивающихся стран

Источник: Риттер Д., Университет Флориды, 2011

Примечание: среднее за период исследований

[88] Данные по доходностям представлены в разделе Приложение 9. Сравнение первоначальных доходностей национальных рынков

Показательно, что недооценка на российском рынке отличается от недооценки на рынках Украины и Казахстана. На рис. 26 приведены данные только за 2005-2011 года, однако стоит отметить ограниченность данного сравнения, связанного с небольшой выборкой украинских и казахских компаний. Хотя эти два рынка находятся в процессе становления, объемы размещений, количество эмитентов и конкуренция инвестиционных банков на них ниже, чем на российском рынке. При этом особенностью украинского рынка IPO является использование исключительно холдинговой структуры в иностранных юрисдикциях. В отличие от России, в Украине не создано необходимой законодательной платформы для проведения внутренних размещений.

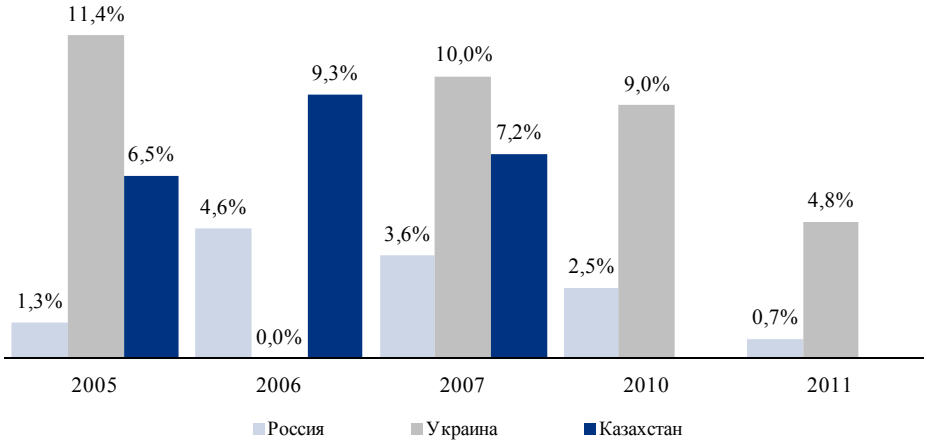


Рис. 26. Сравнение первоначальной доходности рынков стран СНГ
Источник: оценки автора на основе данных Bloomberg (данные по России за 2011 г. исключают IPO Яндекса)

Если посмотреть на феномен низкой первоначальной доходности на российском рынке с точки зрения экономики страны, можно увидеть преимущества достаточно точной оценки размещений: инвесторы не получают сверхприбыли, тогда как бизнесу и продающим акционерам поступает большее количество средств. Принимая во внимания инвестиционный характер большинства российских размещений, проводившихся в 1996-2011 годах, можно уверенно говорить о

положительном внешнем макроэкономическом эффекте низкой первоначальной доходности[89].

Помимо показателя первоначальной доходности эффективность IPO можно измерить соотношением цены предложения и границ ценового диапазона: чем выше цена размещения и чем ближе она к верхней границе, тем более эффективным можно считать IPO. Согласно феномену частичного приспособления, о котором шла речь выше, между ценой размещения и недооценкой существует прямая зависимость: чем выше курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше недооценка выпуска.

Данные за 1996-2011 годы показывают незначительность связи между недооценкой и изменением ценового диапазона. Несмотря на то, что выявить устойчивую связь между данными показателями не удалось, анализ первоначальной доходности и сохранения/изменения границ ценового диапазона показывает, что сохранение границ диапазона соответствует большей доходности размещения, чем при понижении границ, но меньшей, чем при их повышении, однако для российского рынка эти различия несущественны (таблица 3).

Таблица 3

Изменение ценового диапазона и первоначальная доходность

Ценовой диапазон	Доходность 1го дня
Сохранение значений верхней и нижней границы	4,0%
Повышение значений верхней и нижней границы	4,2%
Снижение значений верхней и нижней границы	2,9%

Источник: оценки автора

Отделы корпоративных финансов (инвестиционно-банковские департаменты) определяют ценовой диапазон на основании финансовой модели, построенной сотрудниками отдела. В качестве базовых предположений модели берутся показатели бизнес-плана компании, а сама модель согласовывается с менеджментом. Аналитики департамента

[89] Более подробно: Приложение 10. Анализ доходности IPO российских компаний и Приложение 11. Анализ доходности IPO украинских и казахских компаний

аналитических исследований рынка акций в своем отчете также дают предварительную оценку цены на акции размещаемой компании. Китайская стена между инвестиционно-банковским департаментом и отраслевыми аналитиками, а также этика финансового рынка запрещают оказывать давление на аналитиков, дающих рекомендации инвесторам относительно целевой цены. Однако, российская практика показывает, что случаи, когда оценка аналитиков совпадает с ожиданиями акционеров не редки, в том числе и в размещениях с участием глобальных банков.

При этом российские компании имеют сильную переговорную позицию при общении с инвестиционными банками и при установлении цены размещения оказывают влияние на банк, который, стараясь построить хорошие отношения и сохранить клиента, может согласиться на диктуемые им условия относительно установления цены размещения. Неявное давление может оказываться еще на этапе выбора организаторов размещения, когда банки, стараясь получить право на участие в сделке, показывают менеджменту и акционерам эмитента высокую стоимость, которая не всегда реализуема. И, хотя Р.Битти [R.Beatty] и ряд других исследователей пришли к выводу, что андеррайтеры, которые недооценивают IPO слишком сильно или слишком мало, теряют свою долю рынка,[90] на российском рынке это утверждение оказывается неверным – инвестиционные банки, соглашающиеся на требования клиента и оценивающие IPO справедливо, сохранят свою долю на рынке акционерного капитала.

Таким образом, на российском рынке действуют специфические фундаментальные факторы, определяющие низкие значения первоначальной доходности:

- *особенности взаимодействия эмитента и инвестиционных банков*. Сильная переговорная позиция эмитента с инвестиционным банком определяется его размерами и конкуренцией между банками;

[90] Beatty R., Ritter J. Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 218.

- *размеры размещения*. В исследованный период 1996-2011 гг. эмитентами выступали преимущественно крупные компании, тогда как на большинстве зарубежных рынков IPO более активно используется средними и малыми компаниями (рис. 27);

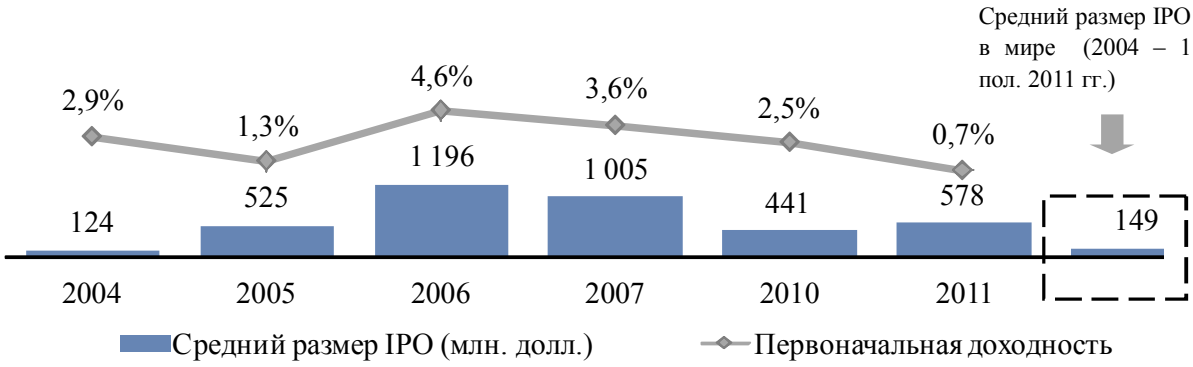


Рис. 27. Первоначальная доходность и размер размещения на российском рынке IPO

Источник: информационная база данных Bloomberg, расчеты автора

Примечание: первоначальная доходность за 2011 год исключает размещение Яндекса

- *конкуренция.* Российский рынок акционерных размещений в исследованный период только формировался, что отличает его от развитых и многих развивающихся рынков. Он имел и имеет значительный потенциал роста. Высокая конкуренция между инвестиционными банками определила их готовность соглашаться на условия эмитента, в том числе и при определении ценового диапазона предложения акций. Таким образом, инвестиционные банки занимали сторону акционеров эмитента в ущерб интересам инвесторов;

- *особенности участия акционеров и менеджмента*. Важным отличием российских размещений от зарубежных (прежде всего американских и европейских) является то, что процессом IPO, как правило, руководит собственник компании, а не менеджмент. Это объясняется сложившейся структурой акционерного капитала, при которой компания контролируется небольшой группой физических лиц. В мире общепринятой является практика получения менеджментом

опционов на акции по цене размещения, что является инструментом его долгосрочной мотивации. В результате менеджмент, владеющий акциями, как и инвестор, участвующий в IPO, заинтересован в росте стоимости акций. Это создает условия для занижения стоимости акций с целью получения дохода от роста котировок в краткосрочной перспективе. Однако когда процессом руководит собственник, ситуация обратная, т.к. он, наоборот, заинтересован в справедливой оценке бизнеса.

Кроме того, в российской практике первичных размещений эмитенты пытаются использовать «якорных инвесторов» для увеличения спроса на акции. Таким инвестором, может выступать финансовый институт, аффилированный с участником размещения[91]. При этом акционеры настаивают на том, чтобы организаторы размещения выставили крупные заявки от своего имени в первые дни роуд-шоу. Раскрытие данной информации стимулирует ажиотажный спрос. Юридические консультанты по сделке следят за тем, чтобы анонсированная информация соответствовала действительности.

В соответствии с приводимой в первой главе классификаций выдвинутая гипотеза входит в направление исследований, основанных на прочих институциональных предпосылках. В подходе предполагается, что инвесторы неоднородны по своему составу, имеют различные оценки стоимости акций компании и, в среднем, меньше эмитента осведомлены о реальном положении дел в компании. При этом представления инвестиционногого банка о цене формируются на основе данных, предоставленных компанией, и глубокого понимания финансовых рынков. Оценка стоимости бизнеса акционерами основывается на глубоком понимании отрасли, анализе информации по сопоставимым компаниям, общением с инвестиционными банками.

---

[91] Такая ситуация имела место при первой попытки компании «Русагро» разместить свои акции в 2010 г. В связи с ухудшением ситуации на финансовых рынках размещение пришлось отменить. Компании успешно удалось разместить свои акции в апреле 2011 г.

Долгосрочные результаты первичных размещений (горизонт 1-2 года после размещения) также не однозначны. Исследования американских ученых, в том числе профессора Университета Флориды Джея Риттера[J.Ritter][92] показывают, что акции новичков финансового рынка не приносят достаточного дохода, демонстрируя менее успешные результаты, чем рынок в целом и прежде выпущенные акции сопоставимых компаний.

Согласно исследованиям Д.Риттера [J.Ritter], на основе статистики по размещениям на 13 рынках в конце XX века, только на двух рынках инвесторы получили доходность, превышающую среднюю по рынку, однако значение данной аномальной доходности незначительно: в Корее оно составило 2,0%, а в Швеции – 1,2%, тогда как акции компаний США, Канады, Франции, Германии и ряда других показывали трехлетнюю аномальную доходность до -20%, а в Бразилии это значение составило порядка -45%[93].

В мировой практике для мониторинга динамики акций компаний, ставших публичными, используются индексы IPO. Индексы строятся на основе разной методологии, поэтому при сравнении индекса IPO с индексом рынка необходимо учитывать особенности их построения. Информационное агентство Bloomberg составляет индексы IPO для 24 стран (по России индекс не составляется). Индексы Bloomberg IPO отражают доходность акций в течение первого года торгов и включают компании, рыночная стоимость которых составляет не менее $50 млн. Динамика котировок акций IPO интересна инвесторам, которые оценивают перспективы вложений в процессе размещения по сравнению с вложениями в котирующиеся бумаги.

За динамикой акций российских IPO следит «Ренессанс Капитал», рассчитывающий индекс RenCap IPO Index, в который входят акции российских компаний, ставших публичными. В индекс включаются акции всех компаний, ставших публичными, что отличает индекс от индексов Bloomberg.

---

[92] Ritter J.R. Initial Public Offerings // Contemporary Finance Digest. 1998. № 1. P. 5 - 30.
[93] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – . с. 9-10

На основе данных по российскому рынку, собранных из базы данных Bloomberg, строится индекс IPO с периодическим пересмотром состава, в котором акции находятся в течение года после IPO. Методология построения индекса IPO такова:

- отбираются компании, производившие размещения в 2004–2008 годах, - в индекс включаются российские компании в соответствии с принятым в диссертации подходом;
- по эмитентам вычисляются ежедневные значения капитализации, исходя из цены и количества акций, указанных в системе Bloomberg;
- вводятся поправочные коэффициенты для компаний с большой капитализацией (Роснефть и ВТБ), с целью ограничить долю каждой компании в индексе 20%;
- рассчитывается суммарная капитализация индекса как сумма скорректированных на поправочные коэффициенты капитализации эмитентов;
- индекс IPO на определенную дату рассчитывается как произведение отношения капитализации индекса на каждую дату к капитализации индекса на первую дату расчета индекса и базового значения индекса;
- акции компании находятся в индексе 1 год с момента размещения, а затем исключаются из индекса, таким образом, состав индекса постоянно обновляется, и для целей сопоставимости значения индекса вводится поправочный коэффициент, который учитывает скачок в рыночной капитализации после изменения состава индекса.

Компании, размещавшиеся до 2004 года, не включаются в индекс, т.к. их незначительное количество не позволяет сформировать надлежащий индексный портфель, в котором доля каждой бумаги не превышала бы 20%.

Результаты сравнительного анализа представлены на рис. 28. Как видно на графике, совмещающем индексы РТС и сконструированный индекс IPO, индекс РТС на протяжении 2005 - 2008 года рос опережающими темпами по сравнению с новыми «фишками» рынка. При этом среднее отклонение индекса IPO от индекса РТС за период 2005-2008 гг. отрицательно и составило -12%. Это означает, что акции уже торгующихся на рынке компаний приносили инвесторам больше дохода, чем портфель из акций IPO. Выводы по данному исследованию в целом совпадают с заключениями Д.Риттера [J.Ritter] о меньшей доходности акций IPO в среднесрочной перспективе[94].

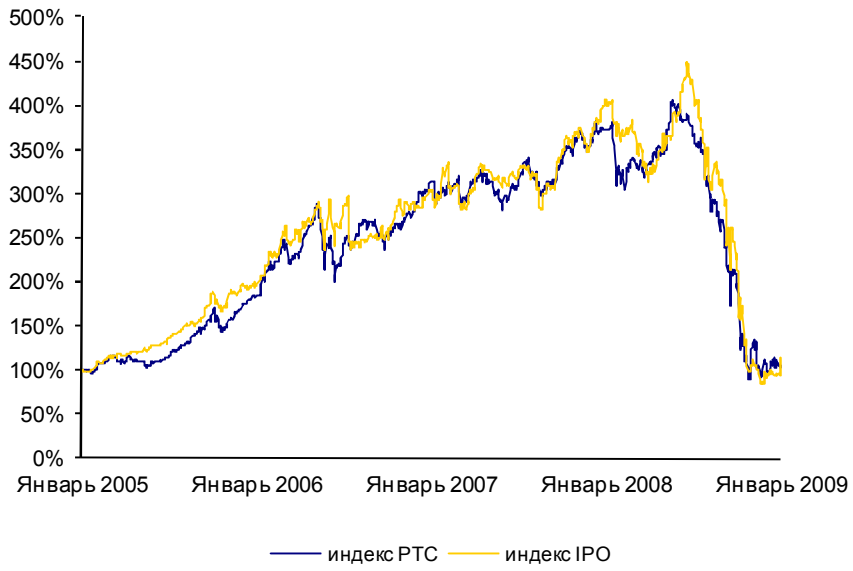


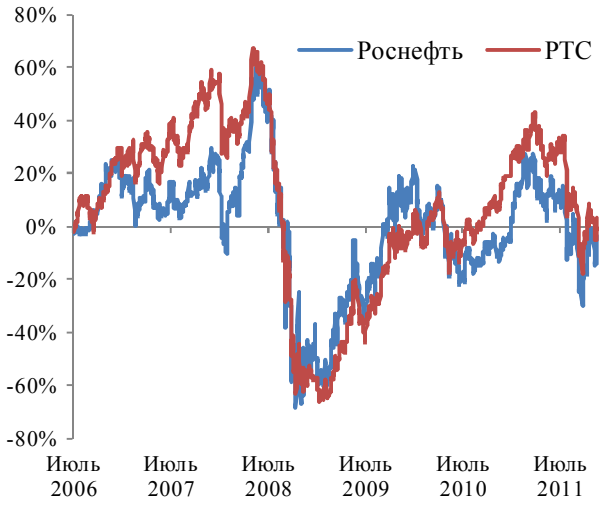
Рис. 28. Сравнительный анализ динамики индекса IPO и индекса РТС

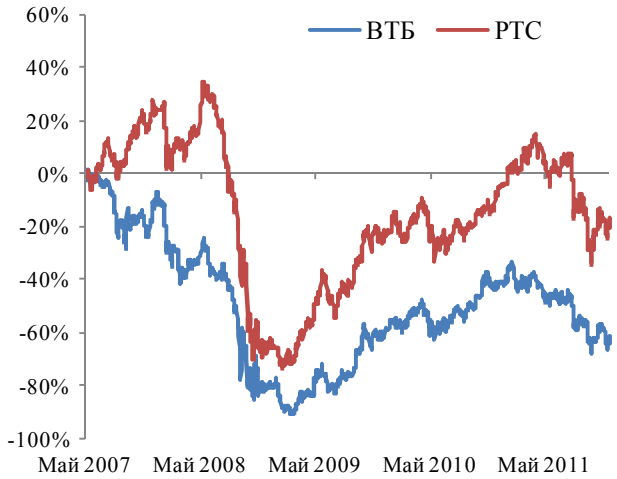
Источник: Bloomberg, расчет автора

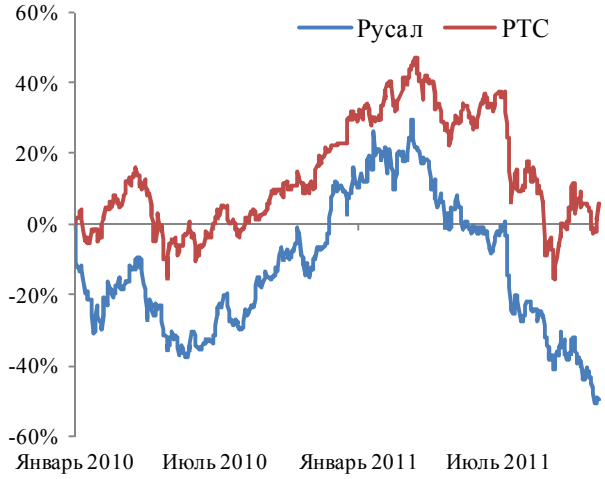
Проверка гипотезы о более низкой доходности акций IPO подкрепляется сравнением роста акций после размещения с ростом индекса РТС. Из 10 крупнейших российских IPO только 3 компании на протяжении среднесрочного периода после размещения показывали более высокую доходность в сравнении с индексом – Трубная Металлургическая Компания (ТМК), Уралкалий и Северсталь. Акции других компаний показывали более низкую доходность в сравнении с индексом РТС (рис. 29).

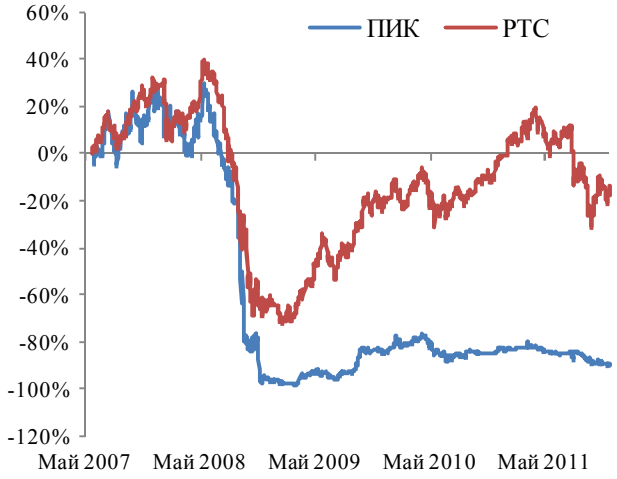
---

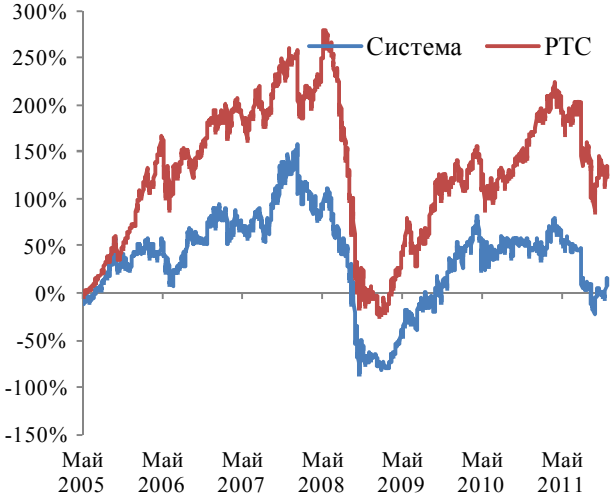
[94] Базу данных по компаниям для анализа доходности см. в Приложении 11. Анализ доходности IPO российских компаний и Приложении 12. Анализ доходности IPO украинских и казахских компаний

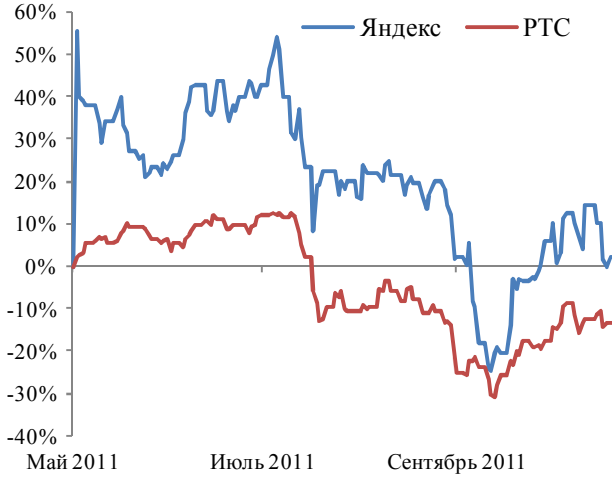

Роснефть
РТС
80%
60%
40%
20%
0%
-20%
-40%
-60%
-80%
Июль 2006
Июль 2007
Июль 2008
Июль 2009
Июль 2010
Июль 2011


ВТБ
РТС
60%
40%
20%
0%
-20%
-40%
-60%
-80%
-100%
Май 2007
Май 2008
Май 2009
Май 2010
Май 2011


Русал
РТС
60%
40%
20%
0%
-20%
-40%
-60%
Январь 2010
Июль 2010
Январь 2011
Июль 2011


ПИК
РТС
60%
40%
20%
0%
-20%
-40%
-60%
-80%
-100%
-120%
Май 2007
Май 2008
Май 2009
Май 2010
Май 2011


Система
РТС
300%
250%
200%
150%
100%
50%
0%
-50%
-100%
-150%
Май 2005
Май 2006
Май 2007
Май 2008
Май 2009
Май 2010
Май 2011


Яндекс
РТС
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
Май 2011
Июль 2011
Сентябрь 2011

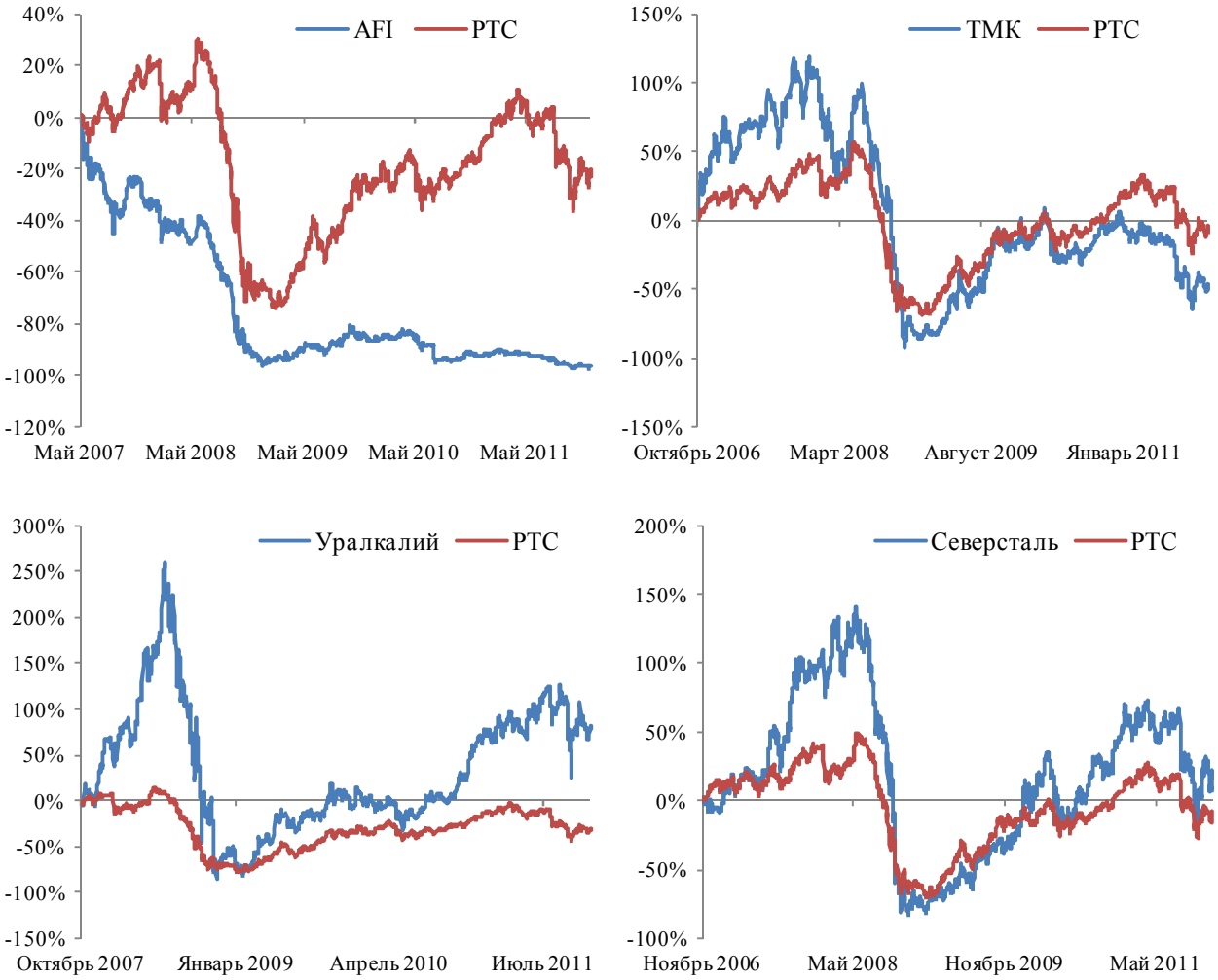


Рис. 29. Сравнительный анализ динамики акций крупнейших российских IPO и индекса РТС (с момента размещения по декабрь 2011 года)

Источник: Bloomberg

Для сравнения доходности рост стоимости акций сопоставлялся с ростом индекса за тот же период. Усредненные данные по доходности акций компаний, ставших публичными в 2004 - 2007 годах, приведены на рис. 30. Полученные результаты говорят о том, что в среднем доходность акций компаний после IPO меньше, чем в целом доходность на рынке. В частности, акции компаний, ставших публичными в 2004 и 2005 годах, в течение первых трех лет росли не так быстро, как индекс РТС.

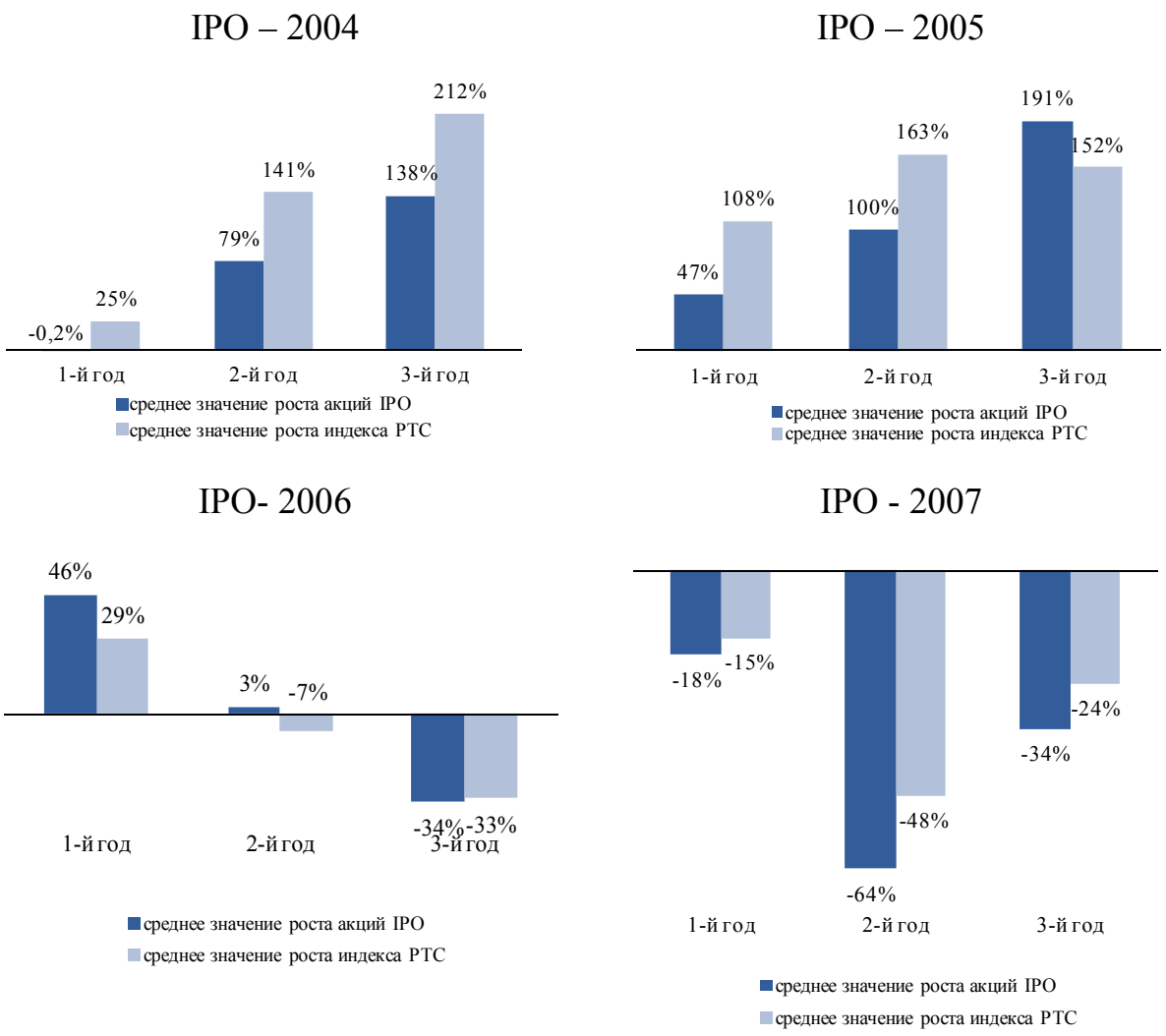


Рис. 30. Сравнительный анализ доходности акций после IPO и индекса РТС в среднесрочном периоде

Источник: Bloomberg, расчеты автора

Выводы по главе 2.

Современные первичные рынки - результат длительной эволюции институтов рынка ценных бумаг. Первичные рынки (и, в частности, рынки IPO) функционируют в тесной взаимосвязи со вторичными рынками, будучи сильно подвержены влиянию конъюнктуры последних. На растущем рынке активизируется эмиссионная активность, увеличивается количество эмитентов и объемы размещений, инвесторы настроены более оптимистично и готовы активно инвестировать в новые акции. При падении вторичных

рынков уменьшается эмиссионная активность, вплоть до полного «закрытия» первичных рынков.

Тенденции развития мирового рынка первичных размещений в среднесрочной перспективе до 2020 г. продолжают тенденции, сложившиеся до кризиса 2008 г. Среди них: 1) увеличение доли компаний малой и средней капитализации, в том числе инновационных компаний, 2) общее увеличение рисков рынка IPO, 3) стабилизация доли размещений развивающихся рынков в общей структуре рынка IPO, 4) усиление национальных бирж, формирование новых финансовых центров, 5) усиление внимания инвесторов к бизнесу при принятии решения об инвестировании на этапе размещения.

Российский рынок IPO - самый молодой среди крупнейших первичных рынков, что в конце 1990-х – начале 2000-х определяло его опережающее развитие по сравнению с развитием регулирования. Рынок прошел следующие этапы развития:

I. *зарождение рынка IPO (1996-2003 гг.):* первые размещения российских компаний были единичными и осуществлялись на иностранных биржах.

II. *становление рынка IPO (2004-2007 гг.):* значительное увеличение числа размещений, совершенствование российской регулятивной и биржевой инфраструктуры, использование двойного листинга.

III. *развитие рынка IPO в условиях финансового кризиса (2008-2011 гг.):* использование иностранных юрисдикций для размещения ценных бумаг, снижение активности эмитентов, перенос объявленных размещений.

Политика российских регуляторов в исследованный период может быть охарактеризована как оградительно-запретительная политика для стимулирования развития внутреннего рынка IPO, что проявляется во введении ограничений на размещения российских компаний за рубежом. Такая политика не оптимальна и не позволяет реализовать потенциал рынка в

полной мере. Для действительного развития внутреннего финансового рынка требуется комплекс стимулирующих мер, содействующих созданию внутреннего спроса через развитие институциональных (в т.ч. коллективных) инвесторов и улучшение условий для работы иностранных инвесторов в России. Для этого требуется комплексная работа по улучшению инвестиционного климата в стране. Также необходима работа по совершенствованию депозитарно-клиринговой деятельности.

На российском рынке есть свои особенности эффекта первоначальной доходности: ее значение в несколько раз ниже аналогичных показателей крупнейших развитых и развивающихся рынков. Средняя доходность за период 1996-2011 размещений российских компаний составила 4,3%, при том, что средняя доходность американского рынка за период 1960 – 2011 гг. - 16,8%, французского за период 1983 - 2010 гг. – 10,5%, британского за период 1959 – 2010 гг. – 16,2%.

Причина низкой первоначальной доходности российского рынка связана со спецификой разрешения агентской проблемы. У российских эмитентов, среди которых в исследованный период были наиболее крупные компании страны, более сильная переговорная позиция в сравнении с инвестиционным банком. При определении ценового диапазона инвестиционные банки, стремясь занять свою нишу на перспективном и растущем рынке, готовы соглашаться на условия эмитентов. При этом процессом размещения часто руководит именно собственник, а не менеджмент, который получает опционы и заинтересован в недооценке акций при размещении. У низкой первоначальной доходности на российском рынке есть как положительные стороны, так как это позволяет привлечь больше инвестиционных ресурсов, так и отрицательные, так как российские акции на первичном рынке проигрывают глобальную конкуренцию с другими развивающимися рынками, которые показывают более быстрые темпы роста.

В среднесрочном периоде (1-3 года после размещения) доходность акций меньше доходности рынка, что соответствует эмпирическим данным

по зарубежным рынкам ценных бумаг. Это означает, что вложение в акции уже торгующихся компаний может оказаться для инвесторов более привлекательным с точки зрения доходности при однозначно меньших рисках инвестирования в компанию с уже имеющейся публичной историей.

Глава 3. Возможности формирования оптимальной структуры первичных публичных размещений акций

§3.1. Стратегические альтернативы компаний при структурировании первичных публичных размещений акций

В главе 1 были обозначены направления структурирования первичных публичных размещений. Рассмотрим каждое из направлений структурирования с целью выявления оптимальной структуры IPO.

Начало работы по структурированию предваряет решение компании относительно времени размещения, предполагающее составление детального плана-графика с предварительной датой закрытия сделки, и определение примерного объема размещения.

Подготовка к размещению может занять около года, в зависимости от степени готовности компании и сложности сделки. Определение времени размещения – одна из важнейших составляющих процесса подготовки IPO. Процесс сильно формализован, банкам и консультантам требуется время подготовить документацию, провести комплексную проверку, регуляторам и биржам - рассмотреть документы. Инвестиционные банки разрабатывают и согласовывают с эмитентом последовательность подготовительных процедур и сроки их выполнения[95].

Важным ограничением на выбор времени размещения накладывает так называемое «правило 135 дней», согласно которому к биржевым торгам допускаются только те компании, у которых отчетность не старше 135 дней. Поэтому на рынке IPO есть несколько «IPO-окон»: конец марта – середина мая, конец июня – середина августа, конец сентября – середина ноября, конец декабря – середина февраля. Наиболее распространены размещения в марте-мае и сентябре-ноябре (см. рис. 31).

---

[95] См. Приложение 12. Пример плана-графика IPO

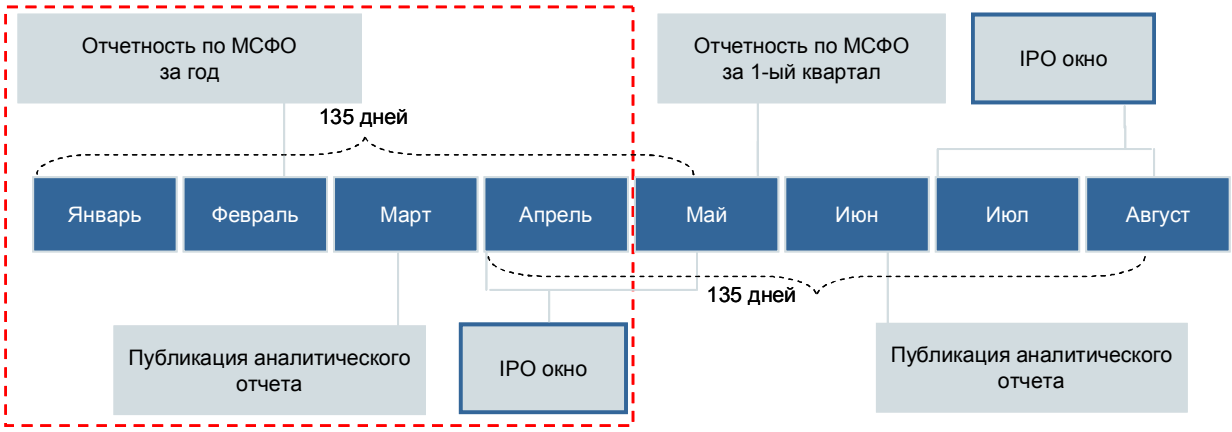


Рис. 31. Время проведения IPO

Определяя временные границы размещения, важно учитывать рыночную конъюнктуру и прогнозировать ситуацию на момент размещения, учитывая изменение тех факторов, которые могут негативно сказаться на стоимости акций эмитента или, наоборот, принесут эмитенту значительные выгоды. В ряде случаев эмитенту необходимо привлечь капитал, и даже в случае ухудшения рыночной конъюнктуры размещение не будет отложено[96]. Возможна ситуация, когда инвестиционным банкам приходится убеждать эмитента не откладывать размещение, что время для закрытия сделки выбрано верно, и рыночная конъюнктура такова, что размещение акций позволит привлечь компании и продающим акционерам максимально возможные средства.

Выбор рынка для проведения IPO. Основные вопросы, решаемые в данном направлении: выбор между внутренним и международным рынками, определение юрисдикции головной компании, выбор биржи, на которой будет осуществляться размещение и обращение акций.

Внутренний и международные рынки. Выбор между локальным и иностранным рынками основывается на таких критериях как: размер компании, география бизнеса и опыт компаний сектора по проведению IPO.

---

[96] Пример: «Аптечная сеть 36.6» отложила IPO на неделю (29 января 2003 года). Компания объясняла свои действия неблагоприятной рыночной конъюнктурой. Аналитики и инвесторы считали, что ценовой диапазон сильно завышен, принимая во внимания долговую нагрузку и отсутствие аудированной отчетности. В результате акции компании были проданы с дисконтом в 18% к нижней границе первоначального ценового диапазона, а компания привлекла лишь половину общего объема необходимых средств. Аптечной сети требовались ресурсы для региональной экспансии и снижения долговой нагрузки – размещение было решено не отменять.

Крупная компания, работающая с иностранными партнерами или активная на глобальном рынке слияний и поглощений, воспользуется листингом за рубежом, тогда как небольшой компании «новой экономики» проще провести IPO на внутреннем рынке. Росс Гедесс в своей книге на основе опыта компаний из разных стран и регионов приводит варианты комбинирования внутренних и международных размещений[97]:

- локальное публичное размещение и международное частное размещение,
- локальное публичное размещение, международное частное размещение и размещение в соответствии с Правилом 144а в США,
- локальное публичное размещение, международное частное размещение и публичное размещение в США,
- многократные публичные размещения (включая внутренний рынок) и международное частное размещение,
- международное публичное размещение.

Цель совмещения данных конструкций – максимальный охват международных инвесторов. Часть выпуска акций, размещаемых публично, называется рыночным траншем, а часть, размещаемая посредством частного размещения – нерыночным траншем. Рыночный транш может быть предложен одновременно на нескольких биржах – тогда компания получает двойной листинг (или кросс-листинг).

Можно выделить следующие преимущества кросс-листинга:

- уменьшение стоимости капитала как следствие возможности привлечения широкой базы инвесторов, не ограниченной международными инвестиционными барьерами, и увеличение ликвидности при получении листинга на бирже с большей ликвидностью;
- улучшение информационной прозрачности и узнаваемости компании. Компания, проводящая листинг на зарубежной

[97] Геддес Р. «IPO и последующие размещения”, Москва, ЗАО Олимп-Бизнес, с. 71

площадке, сигнализирует инвесторам о высоких стандартах раскрытия информации. Компании, имеющие кросс-листинг, привлекают больше внимания прессы и аналитиков инвестиционных банков;

- привлечение широкого круга инвесторов. Эмитенты из юрисдикций с неразвитым национальным законодательством о раскрытии информации и о защите прав инвесторов, самостоятельно идущие на более высокие требования корпоративного управления, способны привлечь тех инвесторов, которые не инвестировали бы в компанию в отсутствии иностранного листинга;
- прочие: упрощение приобретения иностранных компаний, взаимоотношение с партнерами и др.

Ключевым вопросом научных исследований в этом направлении является вопрос о том, создается ли дополнительная стоимость для акционеров, если компания получает кросс-листинг. Доидж, Каролий и Штульц [Doidge, Karolyi, Stulz][98] доказывают, что компании с листингом в США оцениваются выше, чем компании, не имеющие кросс-листинга. В ряде публикаций высказывается мнение, что данная премия постепенно уменьшается. Розенбум и Дийк [Roosenboom, van Dijk][99] проанализировали 526 размещений из 44 стран на 8 крупнейших биржах. Исследование показывает, что получение листинга на американских биржах ведет к росту цен на акции на бирже на 1,3%, на Лондонской фондовой бирже – 1,1%, на европейских площадках – 0,6%, на Токийской бирже – 0,5%. Р. Доббс и М.Гоедхарт [R.Dobbs, M.Goedhart][100] приходят к выводу, что кросс-листинг не способствует повышению капитализации для компаний из развитых стран

[98] Doidge, Craig & Karolyi, G. Andrew & Stulz, Rene M., Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? Journal of Financial Economics, 2004, 71, P. 205.
[99] Roosenboom, Peter, and Mathijs A. van Dijk, 2009, The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter? Journal of Banking and Finance, 33, 1898.
[100] Dobbs R., Goedhart M. Why cross-listing shares doesn't create value, McKinsey 2008

и дает ограниченные возможности по дополнительному повышению капитализации компаниям развивающихся стран.

Инструментом привлечения капитала на внутреннем рынке являются акции (иногда в деловом обороте их называют «локальными акциями», имея в виду, что их обращение ограничено национальным рынком). На зарубежные фондовые биржи компания, зарегистрированная в России, выходит через выпуск депозитарных расписок. Депозитарная расписка - обращаемая ценная бумага, выпускаемая иностранным банком-депозитарием на акции, обездвиженные в банке-хранителе, и удостоверяющие права собственности в отношении установленного количества акций эмитента[101]. Российские компании, проводя IPO в 1996-2011 годах, размещали либо американские, либо глобальные депозитарные расписки,[102] при этом наиболее распространенной структурой сделки стало сочетание размещения в России и Лондоне с размещением по Правилу 144A (Rule 144A) и Правилу C (Regulation S или RegS). Это позволяет обеспечить дополнительные спрос со стороны американских инвесторов, не получая листинга в США.

*Биржа***.** В отсутствии ограничений на выход на международные рынки капитала компания имеет возможность свободного выбора площадки, на которой проводить размещение. Во второй главе было отмечено, что в период 2005-2011 гг. проходило усиление роли бирж развивающихся стран, во-первых, за счет увеличения количества эмитентов с развивающихся рынков вследствие высоких темпов экономического роста, и, во-вторых, за счет развития инфраструктуры рынков ценных бумаг и появления у инвесторов возможности и желания работать непосредственно на национальных рынках.

---

[101] Ратников К.Ю., Пути выхода российских компаний на международный фондовый рынок – М.: Стаут, 1996, с 324.

[102] Исторически депозитарные расписки возникли как реакция запрета на вывоз британских акций за пределы страны. Тогда, для удовлетворения спроса американских инвесторов на иностранные акции Morgan Garanty выпустила АДР компании Selfridges Provincial Stores (1927). В этом же году АДР выпустили еще 17 компаний, АДР трех из них обращаются на рынке до сих пор (BAT Industries, Cortlauds, General Electrics company). После запуска 18 АДР-программ в 1927 году на рынке наступила долгая пауза – до 1955 не состоялось ни одной эмиссии ADR. Источник: Лукашов А., «Выход компании на рынки капитала: Американские депозитарные расписки», материалы первой всероссийской конференции «Управление корпоративными финансами: практические решения для современного бизнеса», 2005

Тем не менее, крупные международные финансовые центры имеют ряд преимуществ для эмитентов. Заградительные меры по выходу на международные рынки капитала имеют некоторые исключения,[103] а перерегистрация компании в иностранной юрисдикции снимает вопрос о возможности выхода компании на зарубежные рынки.

При выборе биржи необходимо учитывать вопрос потенциальных издержек, опыт других компаний сектора, размер размещения и перспективы включения в отраслевые или страновые индексы.

Издержки IPO можно подразделить на прямые и косвенные. К прямым издержкам IPO относятся комиссионные организаторов размещения, юридических консультантов, аудиторов и оценщиков, расходы на маркетинг, издержки соблюдения законодательства (подготовка специальных отчетов, финансовой отчетности и других документов), оплата труда специалистов (независимых директоров, бухгалтеров, специалистов по налогам и связям с инвесторами, которых необходимо привлечь в компанию перед размещением), и вступительные листинговые взносы. К косвенным издержкам IPO будет относиться недооценка акций, утечка производственной секретной информации к конкурентам. Публичный бизнес формирует целую группу издержек, которую можно определить как издержки публичности или издержки пребывания на рынке. Эти издержки также могут быть прямыми или косвенными. Среди косвенных издержек особое место занимают транзакционные издержки. Транзакционные издержки с точки зрения эмитента становятся косвенными через механизм их влияния на стоимость капитала – ставку дисконтирования. Общие транзакционные издержки объединяют 2 подгруппы: явные и неявные. Явные издержки – это комиссия биржи, взимаемая за совершение на ней торговых операций. Неявные издержки определяются ликвидностью рынка, которая в свою очередь измеряется:

---

[103] Имеются в виду правила доступа российских компаний на зарубежные площадки, введенные с 1 января 2010 года.

- относительной разницей между ценой покупки и продажи (валовой спрэд);
- объемом торгов в денежном выражении;
- среднедневным объемом торгов за период (ADTV – average daily traded volume);
- отношением среднедневного объема торгов к капитализации акций, находящихся в свободном обращении;
- количеством дней, в которые заключались сделки по акциям.

Согласно исследованиям В.Домовица и Б.Стайла [Domowits V., Steil B][104], увеличение транзакционных издержек на 10% приводит к повышению стоимости акционерного капитала на 1,4%-1,7%.

Итак, в основе выбора эмитента должны лежать факторы: *минимизирующие прямые издержки (*требования биржи по листингу, вступительные листинговые и ежегодные взносы), *минимизирующие косвенные издержки (*отраслевая принадлежность, целевая аудитория инвесторов, стратегия развития), *не имеющие выраженного воздействия на издержки* (рынки сбыта продукции, объем привлекаемого финансирования).

Эмитент и инвестиционный банк учитывают опыт других компаний-конкурентов, выходивших на первичные рынки капитала, в частности, выбор биржи. Дело в том, что существуют различия по отраслям специализации и инвесторам, которые участвуют в торгах. Фондовая биржа NASDAQ, традиционно имевшая репутацию площадки для высокотехнологичных IT-компаний, также стала местом размещений медицинских и фармацевтических компаний. На бирже в Торонто торгуется значительное количество акций горнодобывающих компаний. Считается, что размещение компаний на бирже, имеющей «специализацию» в той или иной отрасли, может снизить недооценку акций: инвесторы, торгующие на соответствующей бирже, лучше понимают бизнес эмитента.

---

[104] Domowits V., Steil B., Innovation in Equity Trading Systems: The impact of Transactions Costs and Cost of Capital, Technological Innovation and Economic Performance, Princeton University Press, 2001

За капиталом на публичный рынок обращаются как крупные компании, активно вовлеченные в международную торговлю, так и быстрорастущие компании среднего размера и малый инновационный бизнес. Эмитентам, претендующим на звание глобального лидера, активно сотрудничающим с иностранными партнерами или ориентированным на глобальное расширение бизнеса, целесообразно выходить на зарубежные площадки – это будет способствовать повышению имиджа бизнеса в глазах партнеров, позволит привлекать финансирование на международных рынках капитала на более выгодных условиях, использовать акции в качестве валюты расчета в транснациональных сделках слияний и поглощений. Такие размещения, как правило, имеют значительный размер, поэтому эмитенту может быть «тесно» на одном рынке, тогда сделка структурируется с использованием механизма двойного листинга[105].

Для небольших высокотехнологичных компаний лидирующие биржи предусмотрели специальные требования: созданы рынки для малых инновационных компаний со специальной инфраструктурой. Как правило, такие размещения проходят на национальных рынках.

Методические рекомендации для анализа и выбора наиболее подходящей иностранной площадки на примере нефтяной отрасли приведены в Приложении[106].

Юридическое лицо – эмитент. Если компания зарегистрирована в России, выход на международный рынок акционерного капитала возможен через выпуск депозитарных расписок с разрешения ФСФР. При переносе холдинговой структуры в иностранную юрисдикцию компания освобождается от необходимости согласовывать свои действия с регулятором российского финансового рынка, получая возможность привлечения капитала

---

[105] Тем не менее, в биржевой истории немало примеров, когда крупнейшие размещения проходили исключительно через одну биржу или внутри одной страны: китайские банки ICBC ($21,9 млрд.) и Agricultural Bank of China ($22,1 млрд.) – Шанхайская и Гонконгская биржи, американская платежная компания Visa ($17,9 млрд.) – Нью-Йоркская фондовая биржа.

[106] Приложение 13. Методические рекомендации по выбору наиболее подходящей площадки для листинга на примере нефтедобывающей компании

через выпуск акций. На Лондонской фондовой бирже для компаний из некоторых иностранных (по отношению к Великобритании) юрисдикций существует возможность получения прямого листинга, предполагающего размещения не ГДР, а обыкновенных акций. Но тогда компании требуется полностью соответствовать требованиям британского законодательства, наиболее жесткими из которых является предоставление на биржу квартальной отчетности и наличие независимого председателя совета директоров.

Выбор юрисдикции при создании новой холдинговой структуры позволяет получить налоговые выгоды. Наиболее распространенными юрисдикциями для структурирования размещений стали Кипр, Нидерланды, Люксембург, Каймановы острова, Бермуды, Британские Виргинские острова[107].

Примерами размещений российских компаний, изменявших юрисдикцию перед размещением, являются «Пятерочка» (головная компания в Нидерландах, сегодня X5 Retail Group) и «Evraz» (головная компания в Люксембурге), «Интегра» (головная компания на Каймановых островах), «AFI Development» и «Globaltrans» (головные компании на Кипре)[108]. На Лондонской фондовой бирже в секции AIM также торгуется ряд компаний, зарегистрированных вне России, но имеющие российские активы и активно ведущие бизнес в стране.

Структурирование первичных публичных размещений крупных эмитентов должно учитывать перспективы включения ценных бумаг в индекс. Это позволяет значительно увеличить базу инвесторов за счет привлечения индексных фондов, портфель которых повторяет структуру индекса, а, следовательно, создать условия для увеличения ликвидности и роста рыночной капитализации. При этом среди критериев включения в

---

[107] См. Приложение 14. Структурирование сделок IPO через механизм SPV

[108] См. Приложение 15. Компании с российскими активами, зарегистрированные в иностранных юрисдикциях

индекс могут быть страна инкорпорации эмитента и биржа, на которой обращаются акции эмитента.

Основным ориентиром для российских эмитентов является индекс MSCI Russia (англ. Morgan Stanley Capital International Russia), который входит в группу индексов развивающихся рынков MSCI Emerging Markets. Помимо этого индекса Morgan Stanley рассчитывает также индексы MSCI EM и MSCI BRIC, при этом последний является взвешенным значением между соответствующими индексами Бразилии, России, Индии и Китая.

Вес ценных бумаг эмитента (акций или депозитарный расписок) зависит от капитализации, количества акций в свободном обращении, ликвидности и доступности бумаг для приобретения иностранными инвесторами.

Одним из критериев включения в индексы MSCI Russia, MSCI EM является страна инкорпорации эмитента. Для включения российской компании необходимо, чтобы эмитент был или зарегистрирован в России, или имел листинг на российских биржевых площадках. При этом листинг российских депозитарных расписок (РДР) засчитывается за листинг в России.

В MSCI индексе для определения принадлежности к стране (помимо страны регистрации и листинга) рассматриваются следующие основные факторы: географическое распределение акционеров, география деятельности, местоположение штаб-квартиры, мнение инвесторов.

Состав индекса и доли эмитентов пересматриваются ежеквартально, а включение или исключение акции из индекса оказывает значительное влияние на курс акций. Так, включение российских эмитентов в период 2005-2010 гг. и 1-ой половине 2011 г. в состав индекса приводило к росту котировок на 17% в среднем в период между публикацией информации об изменении индекса до непосредственно вступления в силу (таблица 4). При этом из расчета исключены эмитенты, которые вводились и выводились из индекса несколько раз за анализируемый период.

Таблица 4

Влияние включения эмитента в индекс MSCI на котировки

#	Компания	Дата объявления о включении компании в MSCI	Дата включения компании в MSCI	Изменение акций в день публикации новости об изменении состава MSCI	Изменение акций в период после публикации до изменения состава MSCI
1	ОГК-4	11.05.2010	26.05.2010	13%	26%
2	Распадская	11.05.2010	26.05.2010	14%	14%
3	Интер РАО	11.11.2009	30.11.2009	0%	18%
4	Полиметал	13.05.2009	29.05.2009	7%	29%
5	ФСК	11.02.2009	27.02.2009	27%	38%
6	РусГидро	13.08.2008	29.08.2008	9%	6%
7	Роснефть	5.11.2007	30.11.2007	4%	3%
8	ПИК	5.11.2007	30.11.2007	5%	19%
9	МТС	13.05.2005	31.05.2005	0%	9%
10	Вымпелком	13.05.2005	31.05.2005	1%	13%
	Среднее			8%	17%

Аналогично исключение эмитента из индекса негативно влияет на динамику вторичного рынка. Анализ исключения бумаг российских эмитентов в период 2009-2010 гг. и первой половине 2011 г. показывает, что среднее падение стоимости после исключения из индекса составило 16% (таблица 5).

Таблица 5

Влияние исключения эмитента из индекса MSCI на котировки

#	Компания	Дата объявления об исключении компании из MSCI	Дата исключения компании из MSCI	Изменение акций в день публикации новости об изменении состава MSCI	Изменение акций в период после публикации до изменения состава MSCI
1	Фармстандарт	11.05.2010	26.05.2010	-8%	-26%
2	Вымпелком	17.03.2010	16.04.2010	-7%	-7%
3	Ростелеком	11.11.2009	30.11.2009	0%	-13%
4	ПИК	13.05.2009	29.05.2009	-11%	-20%
	Среднее			-6%	-16%

Потенциал включения в индекс в перспективе может быть плюсом при маркетинге сделки среди инвесторов во время роуд-шоу. Поэтому при принятии решении о переводе холдинговой структуры в иностранную юрисдикцию и выборе биржи для прохождения процедуры листинга необходимо принять во внимание вопрос включения эмитента в индекс. Ряд крупных российских компаний, которые по основным параметрам смогли бы войти в индекс в нем отсутствуют. Среди этих компаний ритейлер «X5 Retail Group», металлургические компании «Evraz» и «РУСАЛ» (по состоянию на ноябрь 2011). После перевода холдинговой структуры на Бермуды в 2010 году из индекса был исключен один из лидеров телекоммуникационного рынка России компания «Вымпелком», что негативно повлияло на ее

котировки. Перечисленные компании рассматривают запуск программы российских депозитарных расписок как способ вхождения в индекс MSCI Russia. При этом «РУСАЛ», разместил РДР в 2010 году в надежде на включение в индекс, однако при пересмотре индекса в мае и ноябре 2011 года этого не произошло.

Определение ценных бумаг к продаже. В рамках данного направления структурирования решаются вопросы распределения объема эмиссии между первичными и вторичными акциями, акциями и депозитарными расписками, акциями для международных и американских инвесторов (144A и RegS) и механизма ценовой стабилизации.

Первичные и вторичные акции. Инвесторам могут быть предложены к покупке как первичные, так и вторичные акции. Когда главная цель IPO для акционеров – частичный или полный выход из бизнеса, в структуру размещения включаются вторичные акции. Можно выделить следующие их виды продаж: 1) продажа предпринимателем (монетизация доли и прочие причины), 2) продажа профессиональными инвесторами (выход из капитала венчурными и частными инвесторами), 3) продажа материнской компанией, 4) продажа государством в рамках программы приватизации.

Продажа акций текущими акционерами привлекает пристальное внимание инвесторов, которые изучают причины данной продажи. Инвесторы, стремящиеся разделить доходы от развития бизнеса и роста его денежных потоков, могут усомниться в перспективах, не получив должного объяснения от продающего собственника. Продажа бизнеса, который позиционируется как обладающий серьезным нереализованным потенциалом роста, в отсутствии рационального объяснения выглядит сомнительной[109].

---

[109] Хорошим примером опасений инвесторов относительно причин продажи была неудачная попытка IPO сотового ритейлера «Евросеть» в апреле 2011 г., когда предприниматель А.Мамут выставил на продажу 35% акций (при этом на этапе пре-маркетинга сообщалось, что продаваться будет вся доля предпринимателя, составлявшая 50%). Паралельно с размещением «Евросети» проходили размещения других компаний, в том числе «Номос-Банка». В СМИ прошла информация, что А.Мамут выступит якорным инвестором в размещении банка. Это еще больше заставило инвесторов усомниться в достижимости показателей бизнес-плана Компании.

Фондовые биржи, как правило, не вводят ограничений на соотношение первичных и вторичных акций, предлагаемых инвесторам. Тем более что в российской практике значительная часть IPO представляет связку из следующих друг за другом продажи акций акционерами и дополнительного выпуска. Суть схемы в том, что собственники бизнеса продают свои акции инвесторам, а полученные от продажи акций средства полностью или частично используют на выкуп акций дополнительной эмиссии, проводимой по закрытой подписке (схема «old for new»)[110]. Некоторые «новые европейские площадки» для малых компаний наоборот, среди своих требований предусмотрели, что половина размещаемых акций должны быть акциями новой эмиссии[111].

Для России характерна высокая степень концентрации собственности, и поэтому стремление частично монетизировать принадлежащие контролирующим акционерам доли закономерно. Поэтому вторичные акции являются важным компонентом предложения (см. рис. 32), что оказывает значительное влияние на процесс продажи, так как собственник становится более чувствительным к вопросам оценки стоимости продаваемого пакета.

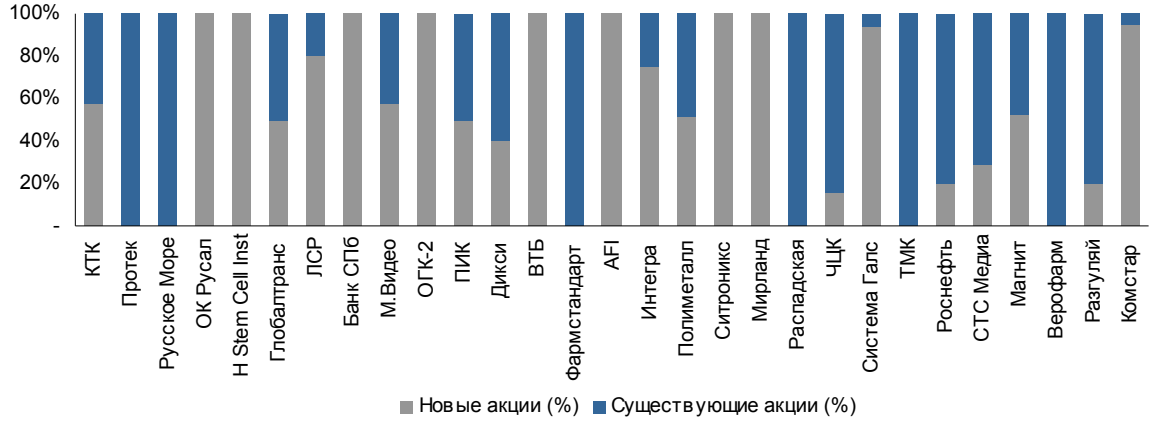


Рис. 32. Первичные и вторичные акции в структуре российских размещений
Источник: расчеты автора

---

[110] Приложение 16. IPO по схеме «Старые на новые»

[111] Джудичи Д. и Розенбум П., Первоначальная доходность акций на «новых рынках» Европы, IPO опыт ведущих мировых экспертов под ред. Гренгориу, 2006 с. 195. Грегориу Г. Н., IPO: опыт ведущих мировых экспертов. Перевод с английского. - Минск: Гревцов Паблишер, 2008.

Венчурные капиталисты и частные инвесторы участвуют в развитии бизнеса в течение определенного периода, по истечении которого капитализируют рост стоимости бизнеса посредством вывода компании на публичный рынок. В работах ряда ученых, в частности А.Брава и П.Гомперса [A.Brav, P.Gompers],[112] показано, что IPO, осуществляемое для выхода венчурных фондов (pre-IPO funds) демонстрируют меньшую недооценку, чем остальные, тогда как профессор Д.Риттер [J.Ritter] на базе анализа более позднего периода размещений пришел к обратным выводам. А.Лйунгвист [A.Ljungqvist][113] также обнаружил значимое отрицательное влияние участия венчурных фондов в проводящей IPO компании на недооценку акций. Таким образом, влияние венчурных капиталистов на недооценку IPO не однозначное.

Крупные холдинги, владеющие диверсифицированным набором активов, могут использовать выделение и размещение акций дочерних компаний для финансирования своей инвестиционной программы. Выделение бизнеса будет способствовать и его стоимости, и стоимости самой материнской компании. Или, как это часто бывает, продажа дочерней компании осуществляется для снижения долговой нагрузки холдинга. В России примерами размещений компаний, выделенных из крупного бизнеса, являются размещение дочерней компании «АФК Системы» – производителя электроники «Ситроникс», и размещение производителя лекарств «Верофарм», принадлежащего «Аптечной сети 36.6». В перспективе российский рынок ожидает размещение «РЖД» и дочерних компаний, которые выделяются из монополии в рамках реформы отрасли («Первая грузовая компания», «Вторая грузовая компания»). Исследования McKinsey&Co показывают опережающий рост доходности выделяемых компаний в сравнении с материнскими. Профессор Х.Халберт [H.Hullbert] показал, что новости о выделении повышают курс акций материнской

---

[112] Brav A., Gompers P. Myth or Reality? The long-run underperformance of IPOs: Evidence from venture and non-venture capital backed companies // Journal of Finance. 1997. № 52. P. 1791.
[113] Ljungqvist A. Wilhelm W. IPO pricing in the Dot-Com bubble // Journal of Finance. 2003. № 58 (4). P. 723.

компании: в среднем через два дня после объявления наблюдается аномальная доходность в размере 1,92%[114].

В восьмидесятые и девяностые годы во многих европейских странах начались приватизационные процессы[115]. Высокая недооценка первых европейских приватизационных размещений привела исследователей к гипотезе, что у IPO государственных компаний более высокая доходность. Р.Йелик [R.Jelic][116], исследуя польский опыт IPO, подтвердил наличие проблемы недооценки, но не нашел взаимосвязи между величиной недооценки и структурой собственности. Однозначного вывода по итогам IPO государственных компаний в России - банка ВТБ и нефтяной компании Роснефть – сделать нельзя: изменение цены Роснефти в первый день торгов составило -1,9%, а банка ВТБ - +7,5%.

Акции и депозитарные расписки. Выпуск депозитарных расписок на российские акции осуществляется только по разрешению ФСФР, при этом регулятор выдает разрешение на выпуск расписок на определенный объем акционерного капитала. В сознании многих российских собственников размещение акций в Лондоне дает несопоставимые преимущества в сравнении с российским листингом. С одной стороны, это вопрос престижа. С другой – предположение, что в размещении на Лондонской фондовой бирже сможет принять участие более широкий круг инвесторов, что приведет к созданию более ликвидного рынка депозитарных расписок. Отчасти это заблуждение сформировано инвестиционными банками, предлагающими эмитентам делать двойной листинг, размещая ГДР в Лондоне. И хотя, в

---

[114] Hulbert H.M., Miles J.A., Woolridge J.R. Value creation from equity carve-outs. // Financial Management. 2002. № 31. P 83.

[115] В большинстве развивающихся стран мира государственный сектор доминировал в силу специфики развития экономических систем. Мощным толчком приватизационным процессам в глобальном масштабе дал и развал социалистического лагеря, и образование переходных экономик. В Европе же мощный государственный сектор появился как результат послевоенного восстановления экономики. Очевидно, что восстановление и воссоздание капиталоемких отраслей промышленности было вряд ли возможно без государственных инвестиций. В результате телекоммуникационная, энергетическая, нефтегазовая и ряд других отраслей оказались под государственным контролем. Когда потребность в такой поддержке отпала, государство начало рассматривать варианты выхода из капиталов подконтрольных компаний.

[116] Jelic R., Briston R. Privatization Initial Public Offerings: The Polish Experience // European Financial Management. 2003. № 9(4). P. 457.

среднем ликвидность Лондонской и Нью-Йоркской фондовых бирж несопоставимо выше, по многим российским акциям ликвидность внутри России превышает ликвидность депозитарных расписок на акции.

Проанализируем различия базы инвесторов и ликвидности акций и ГДР. В российских IPO, как при размещении локальных акций, так и при размещении депозитарных расписок, участвуют преимущественно иностранные инвесторы. Большинство этих инвесторов обладают инфраструктурой доступа на российские биржи. Крупных фондов, инвестирующих в российские компании, но не приобретающие российские акции, не так много. Среди них Capital Research (США), Capital World (США), First State (Австралия), Scottish Widows (Великобритания), Danske Capital (Финляндия). Стоит отметить, что данные фонды не входят в число крупнейших приобретателей ГДР российских IPO.

Компания «Магнит» (розничная торговля) провела IPO на биржах РТС и ММВБ в апреле 2006 года на сумму $369 млн. Рыночная капитализация при размещении составила $1,9 млрд. Через 2 года, в апреле 2008 года, имея капитализацию $3,5 млрд. компания провела SPO на сумму $487 млн., из которых $265 млн. было размещено в форме ГДР в Лондоне. При этом основная часть инвесторов в ГДР «Магнита» при вторичном размещении были представлены в книге заявок при IPO, то есть большинство инвесторов в ГДР при вторичном размещении имели возможность инвестировать в обыкновенные акции, если бы вторичное размещение проходило бы в России (рис 33-34, таблицы 6-7).

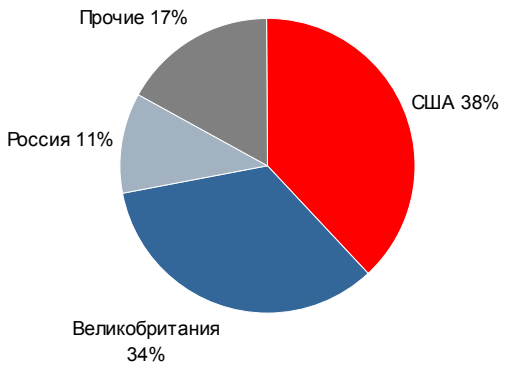


Рис. 33. Крупнейшие инвесторы в обыкновенные акции компании Магнит при IPO (апрель 2006)

Источник: Lionshares

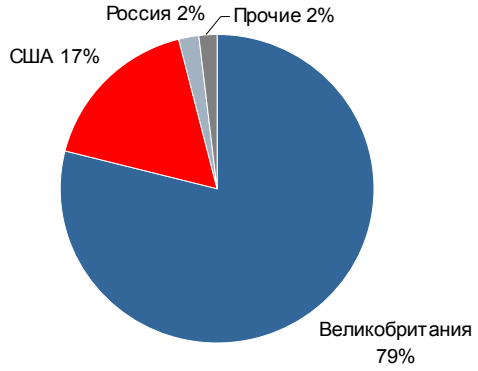


Рис. 34. Крупнейшие инвесторы в ГДР при дополнительном размещении компании Магнит (апрель 2008)

Источник: Lionshares

Таблица 6.

Крупнейшие инвесторы в обыкновенные акции компании Магнит при IPO (апрель 2006)

Инвестор	Страна	Хедж/ Долгосрочный
Prosperity	Россия	Хедж
Capital International	США	Долгосрочный
GLG Partners	Великобритания	Хедж
Farallon Capital Mgmt	США	Хедж
Discovery Capital Mgmt	США	Хедж

Источник: Lionshares

Таблица 7.

Крупнейшие инвесторы в ГДР при дополнительном размещении компании Магнит (апрель 2008)

Инвестор	Страна	Хедж/ Долгосрочный	Возможность инвестиций в обыкновенные акции
Capital International	США	Долгосрочный	✓
T Rowe Price International	Великобритания	Долгосрочный	✓
Morgan Stanley Asset Mgmt	США	Долгосрочный	✓
Genesis Asset Managers	Великобритания	Долгосрочный	✓
Fortis Investment Mgmt France	Франция	Долгосрочный	✓

Выделенные инвесторы были представлены в книге заявок при IPO Магнита

Источник: Lionshares

Анализ ликвидности российского рынка проводился на основе выборки компаний сектора розничной торговли и потребительского сектора, а также компаний, капитализация которых не более 3 млрд. долл. Для сравнения ликвидности применялся показатель среднего дневного объема торгов

(ADTV – average daily traded volume) как доля капитализации акций, находящихся в свободном обращении. В результате компании потребительского сектора, торгующиеся на Лондонской бирже, показали сопоставимую ликвидность с компаниями, имеющими исключительно российский листинг: среднедневной объем торгов 0,41% от доли рыночной капитализации, приходящейся на акции в свободном обращении (free-float), против 0,45%. Ряд российских компаний имеют большую ликвидность, чем их конкуренты, торгующиеся в Лондоне. Так, ликвидность ОГК-1 и ОГК-6, торгующихся на РТС и ММВБ, составляет 1,04% и 1,47%, а ликвидность акций ОГК-2, обращающихся на Лондонской бирже и на бирже РТС, - 0,72% (рис 35.)

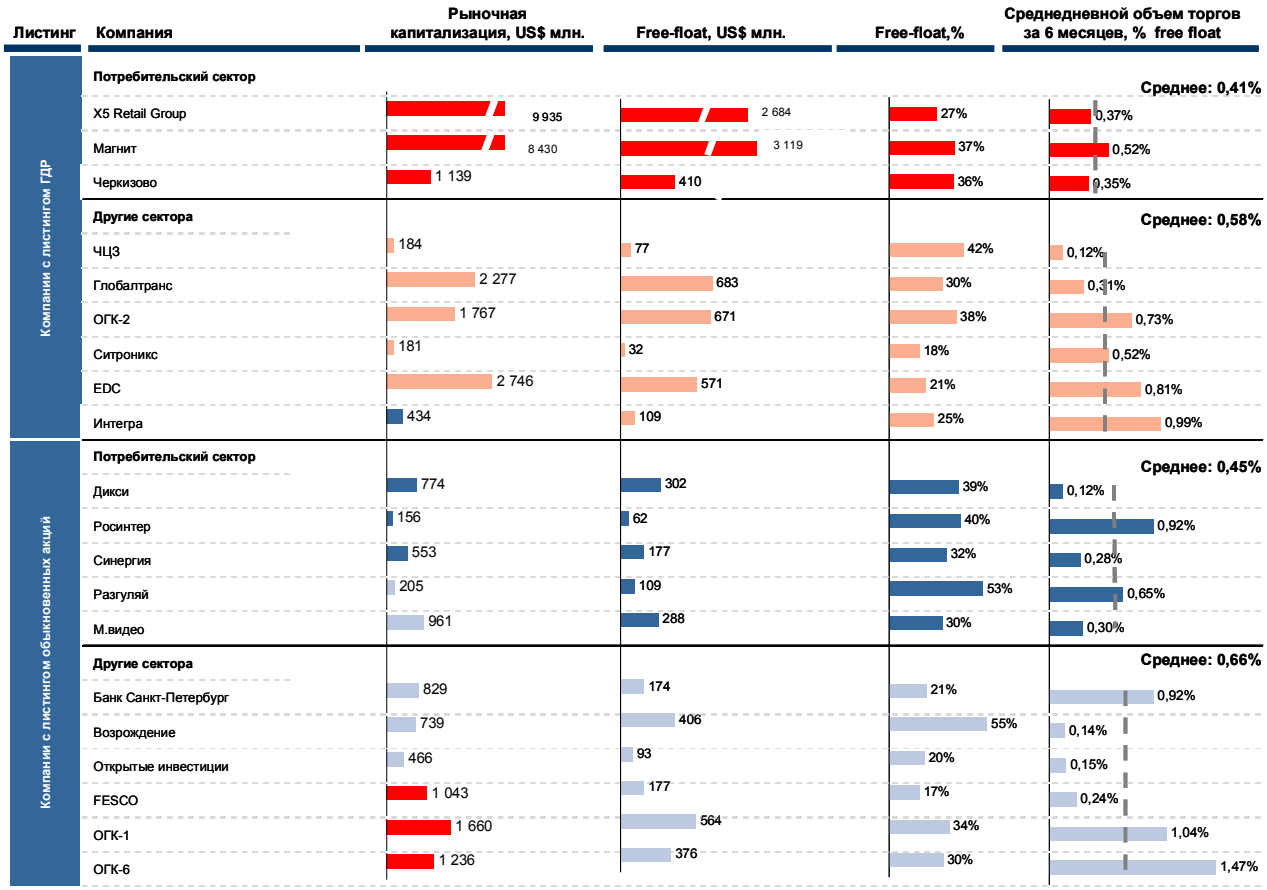


Рис. 35. Ликвидность акций и ГДР российских компаний (с учетом внебиржевых сделок на РТС)

Источник: РТС, Bloomberg 1 июля 2010

Таким образом, результаты анализа показывают, что ликвидность вторичного рынка акций компаний, имеющих только российский листинг, в

среднем не уступает ликвидности компаний, имеющих листинг ГДР на Лондонской фондовой бирже.

Другим направлением, которое необходимо проанализировать для сравнения преимуществ эмиссии ГДР, является наличие премии или дисконта в цене депозитарных расписок по отношению к цене акций с листингом на РТС или ММВБ. Для этого была составлена выборка депозитарных программ российских эмитентов, проводивших IPO с 1996 года, а также ряда крупных компаний, не проводивших публичного размещения, но чьи акции обращаются и в России, и на зарубежных площадках, с момента запуска депозитарной программы[117]. В ходе анализа эмитенты были разделены на две группы в зависимости от возможности свободной конвертации локальных акций в депозитарные расписки: компании с открытой депозитарной программой (когда держатель акций может свободно перевести акции в депозитарные расписки) и компании с закрытой депозитарной программой (когда держатель акции такой возможности не имеет).

Примерно у 40% российских эмитентов с листингом на зарубежных площадках депозитарная программа является закрытой, что частично может быть связано с созданием при IPO депозитарной программы недостаточного объема, в результате чего инвесторы приобретали локальные акции, а затем конвертировали их в депозитарные расписки, и соответственно, программа быстро закрывалась, исчерпывая лимит выпуска ГДР, выданный ФСФР. При этом, когда депозитарная программа закрыта, акции, как правило, отличаются более низкой ликвидностью по сравнению с депозитарными расписками. По ряду эмитентов депозитарная программа постоянно находится на грани закрытия, и по данным программам периодически происходит открытие и закрытие.

Эмитенты с открытой депозитарной программой (существует возможность перевода локальных акций в депозитарные расписки и обратно,

---

[117] Результаты анализа см. Приложение 17. Анализ премии/дисконта стоимости депозитарных расписок по отношению к российским акциям

так как не «выбран» лимит на выпуск депозитарных расписок, установленный ФСФР) характеризуются отсутствием премии или дисконта, хотя ввиду высокой волатильности рынка возможно появление премии или дисконта в краткосрочном периоде, которая быстро исчезает как результат возможности использования арбитражных стратегий.

При закрытой депозитарной программе, когда локальные акции не могут быть свободно конвертированы в ГДР и обратно, возможно как наличие дисконта в стоимости локальных акций, так и его отсутствие. Значение дисконта находится в интервале от 5% до 40%. Наиболее закономерно предположить, что дисконт связан с различием в ликвидности на российском и зарубежном вторичном рынке, однако это не подтверждается эмпирическими данными. Возможным объяснением ситуации является низкая информированность участников рынка об истинных объемах торгов. При оценке ликвидности в расчет включался объем торгов на внебиржевом рынке РТС, однако далеко не все инвесторы и брокеры знают об объемах рынка внебиржевой торговли на РТС и недооценивают возможность проведения сделок на внебиржевом рынке РТС, в то время как по большинству российских компаний существенный объем обеспечивается именно за счет внебиржевых сделок на РТС, что связано с более низкой комиссией, возможностью проведения расчетов через «ДКК» и отсутствием требования о наличии денежных средств и акций на счету.

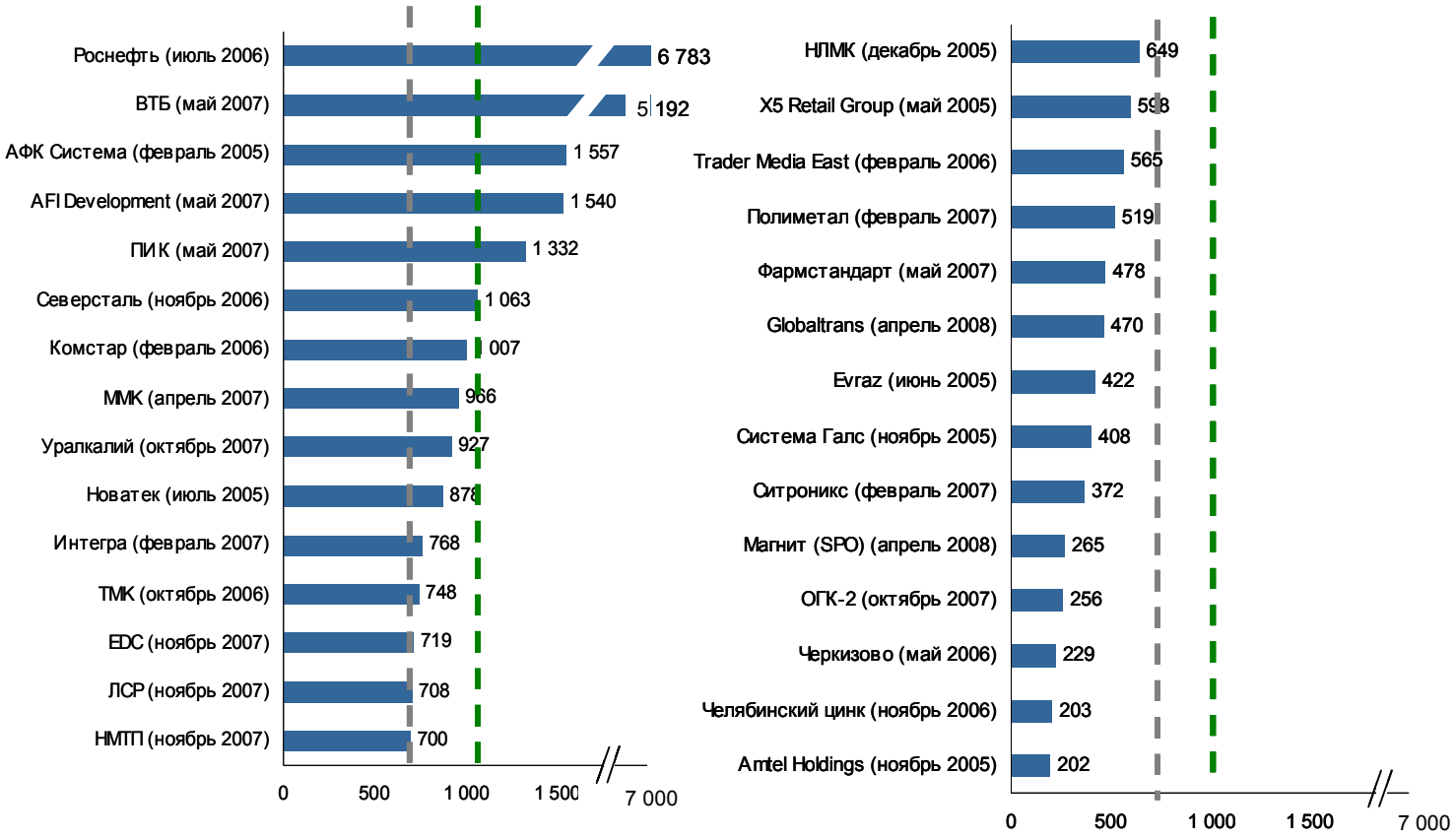
В случае если на вторичном рынке образовался дисконт в цене российских акций к цене депозитарных расписок, и при сохранении большого дисконта в течение долгого периода времени, данный дисконт начинает восприниматься инвесторами как исторически сложившийся взгляд рынка на справедливую стоимость локальных акций, что может сильно ограничить возможности по снижению дисконта. Такая ситуация характерна для строительного и девелоперского холдинга «ЛСР», холдинга «АФК Системы», производителя лекарств «Фармстандарта».

Если при закрытой программе ликвидность локальных акций значительно превышает ликвидность депозитарных расписок, постоянная премия или дисконт отсутствуют. Такая ситуация характерна для акций «Сбербанка» и «Полюс Золота».

При постоянном балансировании депозитарной программы на уровне закрытия у эмитента с низкой ликвидностью в локальных акциях даже при закрытии депозитарной программы, постоянный дисконт не наблюдается. Данный эффект объясняется ожиданиями инвесторов открытия программы в краткосрочном периоде и их осторожностью в применении арбитражных стратегий для получения доходности от увеличения дисконта. Данная ситуация характерна для «Мечела» и «ТМК».

Таким образом, при выпуске депозитарных расписок эмитент может столкнуться с проблемой закрытия депозитарной программы, что негативно влияет как на интересы эмитента, так и на интересы инвесторов, принимая во внимание тот факт, что, как правило, значительная часть первоначальных акционеров владеет именно локальными акциями. Поэтому при структурировании выпуска инвестиционному банку необходимо проводить анализ потенциальной базы инвесторов, их предпочтениям в отношении торговой площадки.

На основном рынке Лондонской фондовой биржи имеет смысл проводить размещение только компаниям, достигшим соответствующего этапа развития. Средний размер первичного предложения ГДР российскими компаниями на бирже составил 1 053 млн. долл. (с учетом размещений Роснефти и ВТБ), а медианное значение $700 млн. при минимальном объеме размещения ГДР 202 млн. долл. Надо отметить, что существует возможность проведения и меньшего по объему IPO в секции альтернативных инвестиций AIM. Но если цель эмитента - создание ликвидного рынка акций, размещение должно составлять не менее 200 млн. долл. (см. рис. 36).

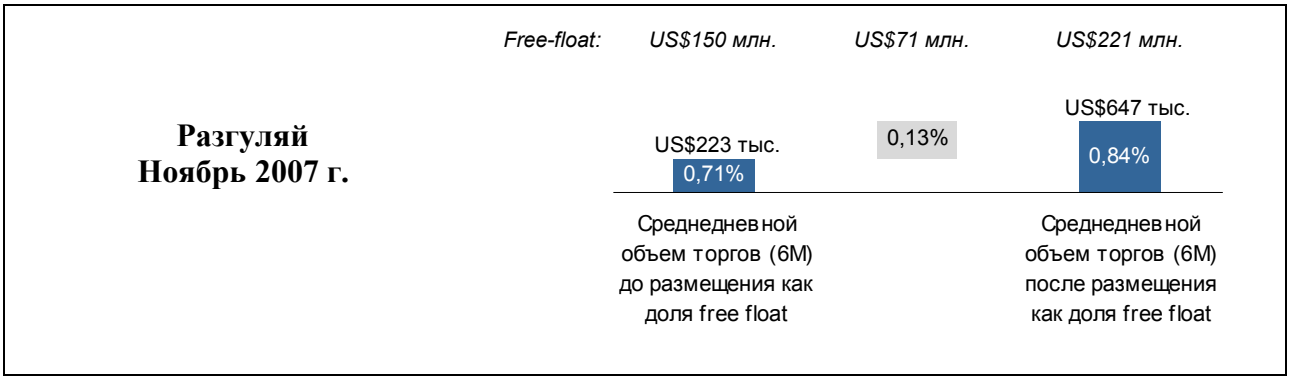


Среднее: 1 053 млн. долл. Медиана: 700 млн. долл.

Рис. 36. Объем размещения ГДР российскими компаниями

Источник: проспекты ценных бумаг компаний

Практика российских размещений показала, что ликвидность ряда компаний с локальным листингом была значительно увеличена после вторичного размещения акций до уровня, сопоставимого с ликвидностью эмитентов, разместивших ГДР (данные анализа представлены на рис. 37 и 38). Что позволяет говорить о том, что ликвидность не определяется не столько рынком, на котором обращаются акции, сколько наличием достаточного количества акций.



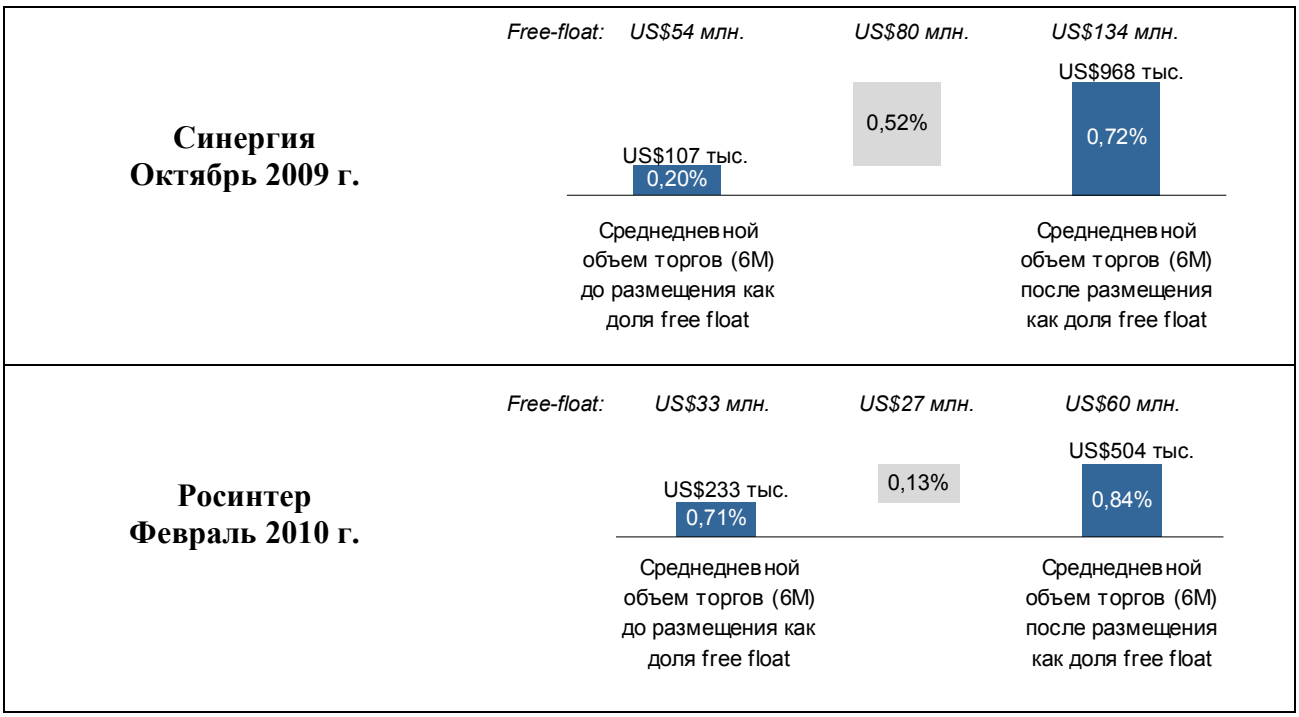


Рис. 37. Увеличение ликвидности в ходе вторичного размещения на РТС/ММВБ

Источник: Bloomberg

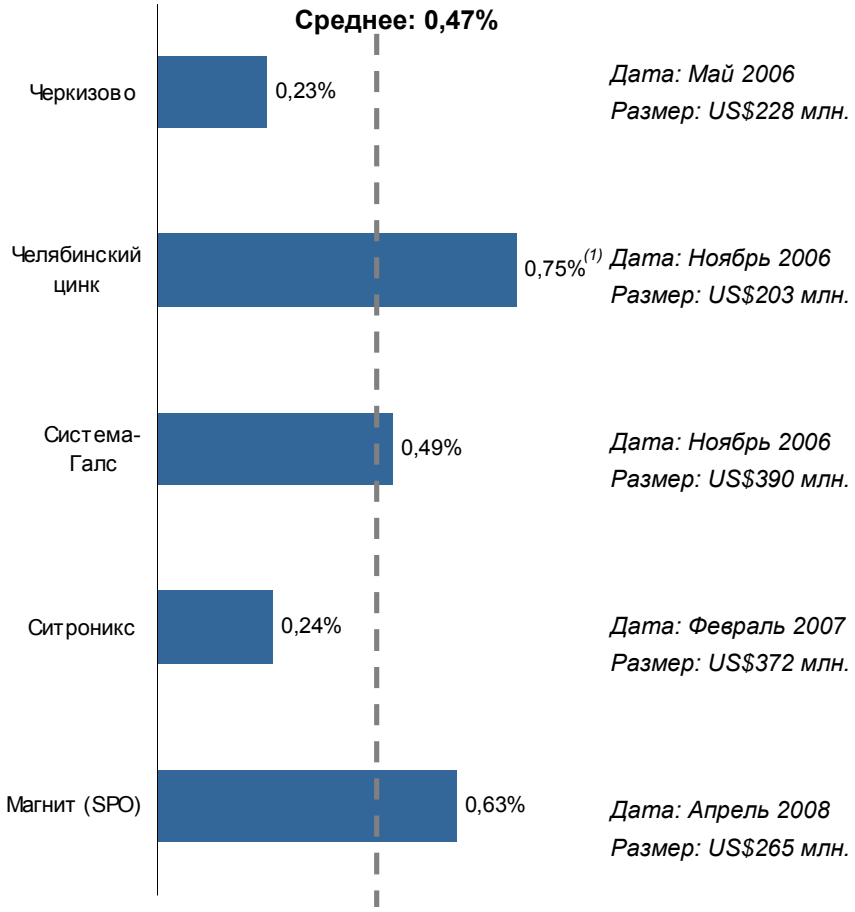


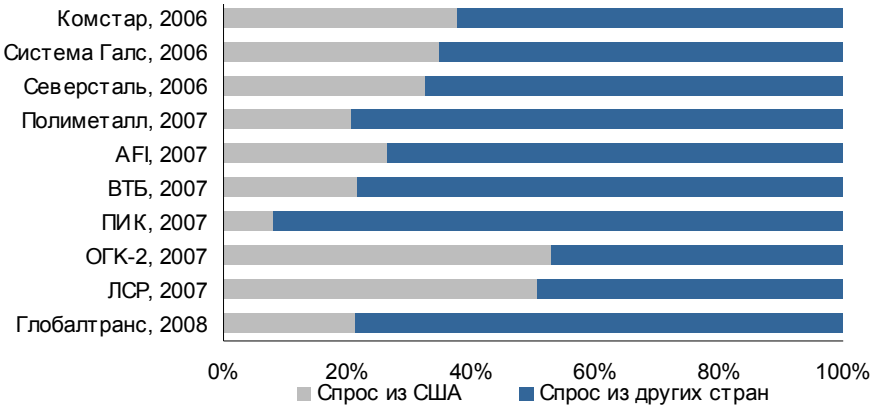
Рис. 38. Создание ликвидности в ходе первичного предложения ГДР на LSE на сумму менее US$400 млн. (6 месяцев после размещения)

Источник: Bloomberg

Рыночное и нерыночное предложение. Правило 144А (Rule 144A) было принято в 1990 году и содержит условия освобождения эмитентов от обязанности регистрации выпуска ценных бумаг при их продаже квалифицированным институциональным инвесторам (QIBs - qualified institutional buyers). Фондовая биржа Nasdaq запустила специальную электронную платформу для бумаг, обращающихся в США по правилу 144А - PORTAL.

Правило С (Regulation S), принятое вместе с Правилом 144А, ограничивает полномочия Комиссии по ценным бумагам США (SEC) в части регистрации новых выпусков только размещениями, проводимыми среди американских резидентов на территории США. До этого момента Комиссия регулировала любые предложения акций американским инвесторам, в том числе и за пределами США. Правило требует, чтобы предложение и продажа акций производились за пределами США, а организаторы сделки и эмитент не проводили целенаправленного маркетинга на американском рынке. Продажи акций физическим лицам запрещены.

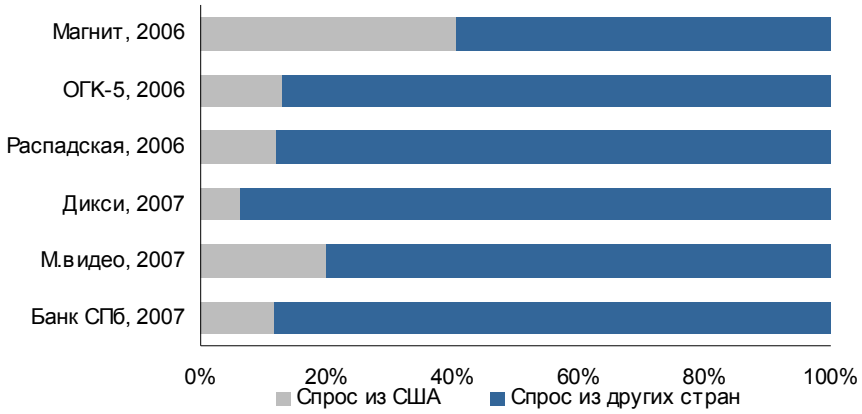
Похожие ограничения на продажи акций иностранных эмитентов введены и на других рынках – Канады, Австралии, Японии. Но спрос инвесторов из этих стран на депозитарные расписки российских компаний незначителен. Доля спроса со стороны американских инвесторов представлена на рис. 39 и рис. 40.



Среднее - 30,7%

Рис. 39. Доли инвесторов США в общем спросе IPO (Правило 144А)

Источник: Lionshares



Среднее - 17,3%

Рис. 40. Доли инвесторов США в общем спросе IPO (RegS)

Источник: Lionshares

Механизмы ценовой стабилизации. Распространенным инструментом стабилизации в международной практике является опцион Гриншу, позволяющий поддерживать вторичный рынок акций после IPO. Применение опциона невозможно при российском листинге, т.к. российское право отнесет эту сделку к манипулированию рынком. На американских и европейских биржах - это единственно разрешенный инструмент ценовой стабилизации. Механизм работы опциона представлен на рисунке 41.

Рис. 41. Механизм реализации опциона Greenshoe

Предположим, компания, проводящая IPO, намеревается продать 1 млн. акций и в рамках сделки также выписывает инвестиционному банку –

организатору размещения – опцион-колл на 15% акций выпуска. Соответственно, инвестиционные банки, имея данный опцион, продают инвесторам 1,15 млн. акций, из которых 1 млн. были выкуплены у эмитента и находились на балансе организатора, а на 150 тыс. акций организатор занял короткую позицию. После начала рыночных торгов возможны два варианта развития событий: повышение или понижение цены по сравнению с ценой предложения.

В случае если цена после размещения снижается, организатор выкупает эти дополнительные 15% акций (150 тыс. в примере) на рынке по цене размещения или по рыночной цене, которая ниже цены размещения. Таким образом, андеррайтер просто закрывает короткую продажу.

Если размещение оказалось успешным, и цена акций пошла вверх, организатор, выкупая бумаги на вторичном рынке, фиксировал бы убыток. Имея же опцион «зеленого башмачка», организатор выкупает 15% дополнительных акций у эмитента или продающих акционеров по зафиксированной цене.

В зависимости от рыночной конъюнктуры организатор может исполнить свой опцион полностью или частично. Если организатор выкупает акции на рынке до начала их роста, но в объеме, недостаточном для того, чтобы закрыть короткую позицию, то он исполнит опцион частично на недостающее количество акций. Если же инвестиционный банк не имеет возможности выкупить «перепроданные» акций по цене размещения, т.к. котировки после размещения пошли вверх, то банк закрывает короткую позицию, полностью реализуя опцион Гриншу.

Помимо опциона Гриншу, который является опционом-колл, применяется и пут-опцион - так называемый обратный опцион Гриншу, согласно условиям которого инвестиционный банк получает права продать эмитенту акции, которые были выкуплены на вторичном рынке в рамках программы стабилизации. Обратный опцион Гриншу, хотя и структурирован иначе, имеет такое же воздействие на цену, что и обычный опцион. В случае

падения цены бумаг на вторичном рынке инвестиционный банк исполняет опцион, покупая на вторичном рынке акции по рыночной цене и продавая их по цене исполнения опциона эмитенту.

Направление, **механизмы и каналы продажи** предполагают принятие решений по вопросам способа размещения акций с точки зрения выбора механизма ценообразования и определение целевых групп инвесторов.

Способ размещения (механизм ценообразования). Книга заявок - не единственный способ получения цены для IPO. Для определения цены размещения используются также метод аукциона и метод предложения по фиксированной цене. Наименьшее распространение получили аукционы. Для IPO подходит любая из форм аукциона – простой, голландский или их модификации. Особенностью их применения для размещения является продажа акций по единой цене. Задачей аукциона является определение цены отсечения, по которой удовлетворяются все заявки, поданные по цене отсечения и выше. Применение технологии аукциона позволяет снизить недооценку акций. В Израиле и Франции, странах, где аукционы получили наиболее широкое распространение, доходность первого дня составляла 4,5% и 4,2% по сравнению со средними значениями в 16,6%[118]. Из крупных компаний с помощью интернет-аукциона размещалась компания Google, тем не менее рост котировок в первый день составил 17%[119], однако необходимо учитывать специфику компании как ведущего поисковика в Интернете.

Предложение по фиксированной цене предполагает согласованную инвестиционным банком и эмитентом единую цену предложения, по которой организатор размещения предлагает ценные бумаги инвесторам. Андеррайтинговый договор может предусматривать гарантии по размещению акций или обязательства банка по приложению наилучших усилий по размещению. Ключевое отличие от метода книги заявок, увеличивающие риск для инвестиционного банка - это время, в течение которого андеррайтер

---

[118] Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – 352 с.
[119] Bloomberg

берет на себя риски выкупа акций. Гарантия банка по выкупу вступает в силу в момент определения цены фиксированного предложения и длится до окончания сбора заявок, что занимает около двух недель.

Предложение по фиксированной цене - крайне негибкая форма проведения сделки, она не позволяет эмитенту «управлять спросом», максимизируя поступления от IPO, в отличие от метода книги заявок. Если андеррайтер берет на себя риск размещения, то время ограничивается временем с момента закрытия книги заявок и определения цены до исполнения инвесторами своих заявок и осуществления расчетов по ценным бумагам.

*Инвесторы***.** После закрытия книги заявок запускается процедура аллокации: организатор размещения совместно с эмитентом на основании полученных заявок и сформированной кривой спроса принимают решение о пропорциях распределения акций среди инвесторов. Распределение акций крайне значимо для эмитента с той точки зрения, что формируется новая база акционеров, с которой в будущем будет вести диалог отдел по связям с инвесторами. Кроме того, от распределения акций зависит динамика котировок на вторичном рынке и его ликвидность

Определяя параметры распределения акций среди инвесторов, организаторы должны учитывать принципы максимизации доходов эмитента от размещения, формирование стабильной акционерной базы и условий для ликвидного вторичного рынка акций. Одновременное достижение данных целей возможно при оптимальном распределении акций между институциональными и розничными инвесторами, долгосрочными инвесторами и спекулянтами, инвесторами из различных регионов (классификация инвесторов представлена в таблице 8).

Таблица 8

Классификация инвесторов для целей распределения акций

Классификация инвесторов для целей аллокации	
по происхождению капитала инвестора	институциональные инвесторы
	розничные инвесторы
по отношению к эмитенту	внешние (сторонние) инвесторы
	корпоративные инсайдеры
по инвестиционной стратегии	стратегические инвесторы (долгосрочные инвестиции
	спекулятивные инвесторы (краткосрочные инвестиции)
по стране происхождения	внутренние (национальные) инвесторы
	внешние (международные) инвесторы

Розничные и институциональные инвесторы. Расширение базы инвесторов возможно за счет включение в целевую аудиторию IPO розничных инвесторов. В международной практике привлечение розничных инвесторов - распространенное явление: в Китае обязательный розничный транш - 10%. В России же подобная практика скорее исключение, чем правило структурирования размещения. Только 2 из более чем 50 размещений проходили с целенаправленным привлечением розничных инвесторов и получили название «народных размещений»[120]. Конечно,

[120] В Америке и Европе частные инвесторы - важные участники IPO. Активно стали использовать сбережения частных инвесторов в Восточной Европе и на Ближнем Востоке.
Китай. Bank of China разместил акции на Гонконгской бирже (июнь 2006) на сумму $9,7 млрд (через месяц банк сделал дополнительное предложение акций инвесторам на Шанхайской бирже). От розничных инвесторов поступило заявок на сумму $36,7 млрд. Хотя аналитики предупреждали о высокой доли просроченных ссуд у эмитентов, книга заявок была переподписана в 76 раз.В IPO Bank of China участвовали миллионы граждан КНР, многие покупали акции на предоставленные банками кредиты. Очереди в пункты сбора заявок выстраивались до их открытия: люди стояли часами. Размер кредитов некоторых инвесторов превышал их годовой доход. Такая схема участия частных инвесторов крайне нежелательна и рискованна, т.к. подобные пирамиды были причинами американских кризисов начала XX века. Стратегия предполагает, что доходность акций должна покрыть проценты по кредиту. Акции банков уже в первый день торгов показали высокую первоначальную доходность: акции ICBC, проводившего размещение сразу на двух

розничные инвесторы участвовали в большем числе размещений, но специального розничного транша не предусматривалось. Особенно велика доля розничных инвесторов в размещениях малых компаний в секторе ИРК ММВБ. Российский розничный инвестор имеет возможность участия в любом размещении акций на российском рынке через брокеров. Если выделяется специальный транш для розничных инвесторов, то банк может брать на себя обязательства не менять обозначенные пропорции, а при отсутствии такого обязательства транш может быть увеличен за счет механизма «отъема» (clawback). Так во Франции минимум 10% выпуска должно быть зарезервировано за розничными инвесторами. Оказывает ли какое-то влияние на цену резервирование доли транша за розничными инвесторами – вопрос дискуссионный. Н.Хайгеберт и С.Хулле [Huyghebaert N., Hulle C.] приходят к выводу, что предварительное распределение акций при проведении IPO уменьшает недооценку и увеличивает ликвидность акций после IPO[121]. С практической точки зрения фиксация траншей в проспекте не должна оказывать серьезного влияния на недооценку, т.к., как правило, это очень незначительный объем акций, и влияние на недооценку укладывается в десятые доли процента. В России представляется

биржах в октябре 2006 выросли на 14,7% в Гонконге и на 5,1% в Шанхае, а рост акций Bank of China в первый день торгов на Гонконгской бирже составил 15% .

Ближний Восток. Не меньший ажиотаж был и в странах Персидского залива, где власти активно привлекали граждан на фондовый рынок, в том числе за счет IPO компаний с государственным участием. Наиболее интересные факты из арабских размещений:

- при приватизации катарской Industries Qatar в 2003 г. ее акции купила седьмая часть населения страны;
- организаторы IPO саудовской Yanbu National Petrochemicals в 2006 г. получили заявки от 40% взрослого населения Саудовской Аравии;
- в 2005 г. саудиты спали на лужайках парков в Дубае, где проходило роуд-шоу Dana Gas, - гостиницы были полностью заняты потенциальными инвесторами;
- спрос на акции компании Aabar Petroleum Investments из ОАЭ в 2005 г. превысил предложение в 800 раз.

В результате в ряде стран значительное число граждан, совершенно неискушенных в операциях на фондовом рынке, стали инвесторами. Десятки тысяч людей брали кредиты и продавали дома, чтобы вложиться в акции. Приток денег от граждан вместе со стремительно дорожающей нефтью и обеспечил рост котировок, приведя к образованию пузыря: индекс Tadawul All-Shares вырос с 2500 пунктов в марте 2003 г. до 20 635 в феврале 2006 г. В 2006 г. индекс упал на 30%. Государство, чувствуя ответственность перед населением за происходящее, в лице принца Аль-Валид бен Талаля выделило на скупку акций 10 млрд риалов ($2,7 млрд.). Данные меры позволили ненадолго стабилизировать ситуацию, но это было временно. Зимой 2006 г. аравийский индекс упал ниже 7000 пунктов. Интервенции не стали панацеей.

[121] Н.Хайгеберт и С.Хулле Формирование сводной заявки инвесторов и предварительное распределение акций IPO, Грегориу Г. Н., IPO: опыт ведущих мировых экспертов. Перевод с английского. - Минск: Гревцов Паблишер, 2008. – 624 с.

целесообразным при привлечении розничных инвесторов максимально удовлетворять их заявки, даже в ущерб заявкам институциональных инвесторов: со стороны последних остается неудовлетворенный спрос, который должен толкать котировки вверх. Стратегия большинства розничных инвесторов - «покупай и держи»[122], и, соответственно, они, как правило, не докупают акции на вторичном рынке.

Внутренние и внешние инвесторы. Выбирая между внутренними и иностранными инвесторами в международной практике, как правило, предпочитают внутренних по целому ряду причин: от лучшего понимания и оценки рисков и бизнеса компании до политических и стратегических причин. В российских размещениях, как при покупке локальных акций, так и при приобретении депозитарных расписок, участвуют преимущественно иностранные инвесторы. В России отсутствует достаточное количество инвесторов, размер активов под управлением российских инвестиционных фондов незначительный. Для российских компаний важно сформировать сбалансированную с точки зрения географии базу инвесторов, а также привлечь американских и британских инвесторов, традиционно предъявляющих значительный спрос на размещения акций стран Восточной Европы и СНГ. Максимальный охват потенциального спроса позволяет максимизировать поступления эмитента от размещения.

Инсайдеры и аутсайдеры. В ряде IPO часть акций резервируется для опционных программ и сотрудников компании. В размещении ВТБ наряду с «народным инвестором» участвовал и топ-менеджмент банка, публично гарантируя надежность инвестиций и веру в компанию. Распространение подобных преференций при аллокации акций на людей и сотрудников компании, которые в будущем смогут инициировать новые сделки, получили название «спиннинг» и являются запрещенной практикой на рынке США.

Стратегические инвесторы и спекулянты. Достижение целевых характеристик вторичного рынка и акционерной базы возможно обеспечить с

---

[122] http://invest.fom.ru/ (Исследования, посвященные IPO Роснефти, Сбербанка, ВТБ глазами россиян)

помощью дискретной аллокации между соответствующими группами инвесторов, когда инвестиционный банк решает каким образом удовлетворять заявки из переподписанной книги заявок. Инвестиционным банкам известны характеристики фондов (стратегия и горизонт инвестирования), и эта информация учитывается при принятии окончательного решения о распределении. Банку-организатору важно оценить реальный спрос на первичном рынке и потенциальный спрос на вторичном, а для этого, кроме общей информации о фондах-инвесторах и стратегии инвестирования и управления портфелем, учитывается время подачи заявок, размер заявок, замечания инвестора во время предварительного маркетинга.

В финансовой науке идет дискуссия относительно дискриминационности практики дискреционной аллокации акций. С одной стороны, на большинстве рынков запрещается установление преимуществ при приобретении акций третьими лицами помимо акционеров компании, с другой стороны, требований к механизму распределения акций не существует.[123] Возвращаясь к вопросу агентской проблемы участников сделки, IPO – это разовый продукт, но впоследствии многие эмитенты возвращаются на рынок со вторичными размещениями. Инвестиционные банки дорожат своими отношениями с эмитентами, т.к. это - потенциал для будущего бизнеса. Но с некоторыми фондами могут быть более тесные связи, тем более, что с фондами банк работает по многим сделкам, фонды являются и клиентами брокерского бизнеса, а значит - инвестиционный банк, принимая решения о распределении акций, может быть на стороне институциональных инвесторов в ущерб интересам эмитента. Профессора А.Лйунгвист и Д.Вильхельм [A.Ljungqvist, J.Wilhelm], анализируя этот аспект взаимоотношений

[123] В России запрет на дискриминацию инвесторов при приобретении акций закрепляется ФЗ «О рынке ценных бумаг», но требования к распределению акций отсутствуют. Введение подобных требований затруднительно, т.к. инвестиционный банк не раскрывает книгу заявок, а значит, регулятор не может контролировать выполнение подобных норм. В ряде стран существуют рекомендации по распределению, которые касаются преимущественно альтернативных построению книги заявок способов размещения акций: в Австралии при размещении по фиксированной цене при переподписке требуется распределение акций пропорционально поданным заявкам.

инвестиционного банка, инвесторов и эмитента, приходят к выводу, что дискреционная аллокация может приводить к ущемлению интересов эмитента и розничных инвесторов в пользу институциональных, что сопровождается увеличением цены размещения и уменьшением первоначальной доходности[124]. Инвестиционный банк заинтересован не только в раскрытии инвесторами информации об их ценовых взглядах на IPO, но и в развитии брокерского бизнеса: преференции в распределении акций могут быть своеобразным стимулом для работы инвесторов с брокерским бизнесом банка-организатора.[125]

Основным каналом трансляции информации от инвесторов инвестиционному банку является книга заявок. Инвестор может подать следующие виды заявок[126]:

- рыночная заявка (strike bid) – заявка, в которой указывается количество акций (или общая сумма денег, которую готов потратить инвестор), удовлетворяемая по цене предложения;
- лимитная заявка (limit bid) – заявка, с указанием максимальной цены и количества акций;
- пошаговая заявка (step bid) – заявка, представляющая собой несколько заявок с ограничением, в которых указываются несколько интервалов цен с соответствующим количеством акций, которые готов приобрести инвестор.

Если предположить, что видение оценки компании раскрывается институциональными инвесторами через максимальное значение цены, по которой они готовы приобрести акции, как это предполагается в исследовании Ф.Корнели и Д.Голдайх [F.Cornelli, D.Goldreich] [127], то тогда

---

[124] Ljungqvis A., Wilhelm W.. IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary? // Journal of Financial Economics. 2001. № 65. P., 167-201.

[125] T. Jenkinson H, Jones, IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors, 2007

[126] По данным, представленным в книге А.Лукашова и А.Могина «IPO от I до O» до 80% процентов составляют рыночные (или простые) заявки, около 17% - с указанием максимальной цены, около 3% - ступенчатые заявки. Приблизительно 16% заявок впоследствии корректируются, около 5% отменяются.

[127] Cornelli F., Goldreich D. Bookbuilding and strategic allocation // Journal of Finance. 2001. №56. P. 2337.

заявки с ограничением являются наиболее точным выражением оценок инвесторов.

Инвестор, не уверенный в точности собственной оценки, готов принять итоговую цену предложения, не прилагая усилий для уточнения своей оценки, подает рыночную заявку. Однако в этом случае инвестиционный банк не получает никакой информации относительно оценок инвестора. С другой стороны, можно считать, что инвестор готов приобрести акции по верхней границе ценового диапазона, т.е. рыночную заявку можно рассматривать как заявку, ограниченную максимальной ценой, равной верхней границе ценового диапазона. Если диапазон может быть пересмотрен, то заявка устанавливает пороговое значение цены бумаги для инвестора, и информативность заявки ограничена, в противном случае заявка показывает точную оценку, т.к. любая информация о готовности инвестора платить больше - лишняя для организатора размещения.

Совпадает ли цена, указываемая в лимитной заявке, со стоимостью, которую инвестор признает справедливой – отдельный аспект проблемы. Большинство теорий раскрытия информации предполагают, что дискреционный подход к аллокации должен мотивировать инвесторов раскрывать информацию о своих ожиданиях.

Время подачи заявок может быть принято во внимание ведущим книгу заявок банком при «конструировании» состава акционеров эмитента. Безусловно, прямого воздействия на оценку время подачи заявки не оказывает. Проведенный Оксфордским университетом опрос 57 институциональных инвесторов, регулярно участвующих в IPO, показал, что с точки зрения инвесторов ранняя подача заявки оказывает положительное влияние на аллокацию, одновременно половина опрошенных считает, что поздняя подача заявки не влияет на аллокацию совсем, и только четверть опрошенных подтверждает негативное влияние. Также, по мнению инвесторов, преимущества в аллокации отдается инвесторам, подавшим крупные заявки и активно участвовавшим во встречах, в том числе -

индивидуальных. Опрошенные инвесторы отмечают, что преимущество в распределении акций получают те, кто работает с брокерским бизнесом банка-организатора, инвесторы с долгосрочной стратегией инвестирования, и инвесторы, регулярно работающие с инвестиционным банком на IPO [128].

Инвестиционный банк ING измеряет качество подписки количеством информированных долгосрочных инвесторов, которые активно участвовали в процессе маркетинга (рис. 42). Заявки распределяются по классам: заявки 1 класса представляют собой наиболее «качественный спрос»[129].

	Характеристика инвестора
1	Активные авторитетные инвесторы, которые показывали устойчивый интерес и участвовали во встречах один-на-один с эмитентом
2	Прочие авторитетные инвесторы, которые не показывали значительного интереса в процессе маркетинга IPO
3	Хедж-фонды
4	Розничные инвесторы

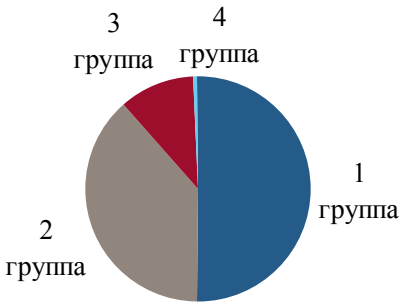


Рис. 42. Распределение заявок на примере IPO Открытых инвестиций.
Источник: банк ING

Когда все заявки собраны, строится кривая спроса на акции компании и выбирается окончательная цена предложения. Не существует формальных правил определения этой цены – она устанавливается инвестиционным банком на основе собственного понимания спроса. Исследования американского рынка показывают, что книга заявок переподписывается по цене размещения в 4,5 раза (медианное значение), а выпуск в целом в 5,4 раза, средние значения переподписки - 9,1 и 9,9 раз соответственно.[130] В российской практике переподписка по цене размещения в 1,5-2 раза считается хорошим показателем. Акции, в конечном счете, размещаются

[128] Jenkinson T., Jones H. IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors // Review of Financial Studies. 2008. № 22 (4). P. 1477.
[129] M.Martin, IPO terminology, Материалы первого всероссийского IPO конгресса
[130] Cornelli F., Coldereich D. Bookbuilding: How Informative is the Order Book? // The journal of finance. 2003. № 8. P. 72.

таким образом, чтобы остался неудовлетворенным спрос, и инвесторам была бы обеспечена некоторая доходность первого дня [131]. Исходя из проанализированных ранее данных по зарубежным рынкам установление цены таким образом, что бы инвесторы могли бы получить доходность 8%-10% в первый день торгов могло бы значительно повысить инвестиционную привлекательность размещений.

Российские эмитенты часто сталкиваются с проблемой ликвидности после размещения вследствие неравномерного распределения акций между долгосрочными инвесторами и хедж-фондами. Так, при IPO Черкизово акции были размещены преимущественно среди институциональных инвесторов, придерживающихся пассивной стратегии управления портфелем, как следствие - вторичный рынок оказался неликвидным.

Нежелательным явлением является сброс акций после начала торгов[132]. Падение цен – неминуемое последствие сброса, производимого, прежде всего, хедж-фондами и, как отмечается в исследовании банка ING[133], розничными инвесторами, что противоречит некоторым исследованиям, в которых обнаруживается, что институциональные инвесторы сбрасывают акции чаще, чем розничные, особенно акции «горячих» выпусков,[134] и тем более противоречит портрету розничных инвесторов, составленного Фондом общественного мнения по результатам опроса инвесторов, участвовавших в покупке «народных акций». Сброс акций может произойти в случае пересмотра инвестором перспектив компании, или, если за первый день торгов цена поднялась до уровня, который фонд считает справедливым. Инвестиционным банкам сложно противодействовать сбросу акций, т.к. в течение 40 дней запрещена публикация аналитических отчетов. Единственным сдерживающим рычагом, который опять-таки не является

---

[131] Loughran T., Ritter J. Why has IPO underpricing changed over time? // Financial Management. 2004 №; 3 (33). P. 37.

[132] В США данное явление обозначается термином flipping, обозначающим покупку актива с целью его наискорейшей перепродажи с получением прибыли

[133] M.Martin, IPO terminology, Материалы первого всероссийского IPO конгресса

[134] Aggarwal R. Allocation of Initial Public Offering and Flipping Activity // Journal of Financial Economics. 2003. № 68(1). P. 116.

инструментом прямого воздействия, — санкции, установленные в соглашении между андеррайтерами, по которому члены синдиката могут лишиться комиссионных продавцам, если проданные акции сразу же выкупаются ведущим банком в рамках стабилизации.

Успех IPO, результатом которого должно стать появление нового «товара» на фондовом рынке, во многом зависит от стратегического подхода к выбору инвесторов. Выбрав соответствующих инвесторов, можно сформировать заданное направление поведения вторичного рынка: размещая значительную долю акций среди инвестиционных фондов с пассивной стратегией управления портфелем, создается стабильная база акционеров, но не создается ликвидность, а продажа акций преимущественно спекулятивным инвесторам повлечет значительные колебания в цене после IPO. Низкая ликвидность акций – фактор, определяющий дисконт к стоимости. Банкиры должны моделировать целевой вторичный рынок и, основываясь на полученных выводах, проводить аллокацию. Сформировать желаемую структуру инвесторов бывает достаточно сложно: эмитент может оказаться интересен фондам, придерживающимся схожих инвестиционных стратегий. Задача отделов продаж инвестиционных банков - привлечь фонды с различными инвестиционными стратегиями.

Итак, инвестиционный банк, выбирая инвесторов, должен руководствоваться следующими выводами:

- размещение большей части выпуска среди фондов – долгосрочных инвесторов ведет к низкой ликвидности вторичного рынка;
- размещение большей части выпуска среди спекулянтов ведет к возможной негативной среднесрочной динамике цен вследствие фиксации спекулянтами краткосрочной прибыли;
- продажа акций розничным инвесторам на российском рынке – привлечение стабильных долгосрочных акционеров;
- размещение акций небольшими пакетами среди крупных инвесторов – распыление контроля над компанией – позволяет мажоритарному

акционеру сохранять контроль за компанией, не имея других крупных акционеров;

- для создания ликвидного рынка и надежной базы акционеров необходимо привлекать как долгосрочных инвесторов, так и спекулятивных, оптимальное соотношение этих групп инвесторов зависит от объема размещения и биржевой площадки.

В табл. 9 приведены крупнешие инвесторы, активно учавствовашие в первичных публичных размещения российских компаний.

Таблица 9

Крупнейшие фонды, участвовавшие в российских размещениях 2004-2011

Фонд	Страна	Стратегия	Собственная экспертиза	Участие в IPO компаний России и СНГ	
				Кол-во IPO	US$
Moore Capital	Британия	Хедж	✓	10	$$$$
GLG	Британия	Хедж	✓	9	$$$$
Renaissance Capital	Россия	Долгосрочный	✓	9	$$$$
Deka Investment	Германия	Долгосрочный	✓	8	$$$
Fidelity Int.	Британия	Хедж	✓	7	$$$
Och Ziff	Британия	Хедж	✓	8	$$$
DWS	Германия	Хедж	✓	6	$$$
Capital International	Британия	Долгосрочный	✓	5	$$
Bluecrest Capital	Британия	Долгосрочный		7	$$
Lansdowne	Британия	Хедж	✓	5	$$

Источник: Альфа-банк

Примечание: количество значков $ показывает относительный объем денежных средств, инвестированных в акции

Итак, рассмотрен широкий круг вопросов структурирования сделок IPO, которые оказывают влияние на оценку выпуска. Успешность первичного публичного размещения - это результат большого объема работы, проводимой инвестиционными банками и самой компанией-эмитентом. Структурирование IPO с учетом теоретических и практических выводов, представленных в данном разделе диссертации, позволит провести размещение, привлечь денежные средства и создать ликвидный вторичный рынок акций.

§3.2. Инструменты повышения инвестиционной привлекательности эмитентов при проведении первичных публичных размещений акций

Финансовые отчеты и прогнозы, на которых строится инвестиционная оценка – не единственный фактор, определяющий инвестиционное решение. Инвесторы принимают во внимание, в том числе, и корпоративное управление, его эффективность и прозрачность, а также дивидендную политику компании. Важно не только осуществить необходимые изменения в компании, но и суметь донести до инвесторов эту информацию, поэтому эффективное построение коммуникации компании с инвесторами на этапе маркетинга способствует повышению стоимости бизнеса. Далее рассматриваются необходимые изменения в корпоративном управлении при подготовке бизнеса к размещению и дивидендная политика, как наиболее значимые элементы подготовки к размещению. Как и эффективное структурирование размещения, создание сбалансированной системы корпоративного управления и предсказуемой дивидендной политики позволяет эмитенту избежать дисконта в цене размещения к справедливой стоимости, поэтому работа по структурированию должна быть дополнена решением обозначенных вопросов.

Корпоративное управление. Корпоративное управление — это совокупность механизмов поддержания баланса прав акционеров и совета директоров и менеджмента в процессе управления компанией. ОЭСР выработала свои рекомендации относительно того, как должно быть построено корпоративное управление. Исходя из этих стандартов, к основным направлениям совершенствования корпоративного управления для IPO относятся изменение состава совета директоров через привлечение независимых директоров в компанию, создание специализированных комитетов, действия по защите прав миноритариев, формирование системы мотивации.

Помимо управляющей системы необходимо модифицировать и управляемую подсистему: запутанная юридическая структура компании не

соответствует наилучшей практике корпоративного управления. Инвесторы должны без приложения усилий понимать, какие активы планируется выводить на биржу; прозрачная юридическая структура позволит инвесторам увидеть, каким образом головная компания контролирует денежные потоки группы.

Комплексная юридическая проверка должна подтвердить надлежащее оформление всех имущественных прав на дочерние компании, а все риски - включены в проспект ценных бумаг. Непрофильные активы в составе группы – мертвый груз для бизнеса. Во избежание дисконта возможна их продажа.

Воздействие корпоративного управления на стоимость компании происходит следующим образом. Акционерная стоимость – это разность между стоимостью компании и чистого долга. Она тем больше, чем выше отдача от инвестиций компании и чем меньше стоимость привлечения капитала компанией. Прозрачная компания с хорошей отчетностью и элиминированным конфликтом интересов рассматривается инвесторами как компания с меньшим риском, а значит, инвестор будет готов заплатить за такую компанию больше, т.к. не будет требовать повышенной доходности на свои инвестиции. Миноритарный акционер в этом случае защищен от решений контролирующего собственника, противоречащих его интересам. При снижении стоимости капитала компания сможет реализовывать те инвестиционные проекты, которые были недоступны из-за высокой стоимости капитала и которые, возможно, недоступны конкурентам. Улучшаются и показатели производительности и рентабельности инвестированного капитала, компания будет более эффективно и быстро распределять ограниченные финансовые ресурсы.

Консалтинговая компания McKinsey в 1999-2001 году провела опрос инвесторов в Азии, США и Западной Европе и Латинской Америке, который показал, что даже у компаний передовых экономик мира сохраняется потенциал для улучшения корпоративного управления, и такая работа имеет экономический смысл. В исследовании принимали участие более 200

институциональных инвесторов, управляющих в совокупности активами на сумму свыше $3 трлн[135]. Три четверти инвесторов отметили, что при принятии решений об инвестировании, они придают практике функционирования совета директоров не меньшее значение, чем финансовым показателям компании. Исследование установило страновые различия в размере премии, которую инвесторы готовы платить за хорошее корпоративное управление. В общем случае - это различие между развитыми и развивающимися рынками. Размер премии отражает потенциал повышения качества финансовой отчетности и понижения вероятности манипулирования показателями отчетности. В целом исследование McKinsey заключает, что компания любой отрасли и любой страны происхождения может рассчитывать на 10-12%-ный рост капитализации при условии эффективной реализации 15 принципов хорошо организованной системы корпоративного управления.

Более новые исследования, в том числе по российскому рынку, подтверждают сильное влияние корпоративного управления на капитализацию компании: корпоративное управление определяет 20% стоимости компании[136].

Независимые директора – один из краеугольных камней системы корпоративного управления публичной компании. Поиск директоров необходимо начинать заранее, поскольку он может занимать достаточно долгое время.

Следующие критерии используются британским законодательством (UK Combined Code) для определения независимости директора. Директор не может считаться независимым, если он соответствует хотя бы одному из следующих критериев:

---

[135] Кумз П. Цена корпоративного управления. / М. Уотсон, К. Кампос, Р. Ньюэлл, Г. Уилсон // Вестник McKinsey. 2003 - № 3. с. 17.

[136] Старюк П. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления. / П. Старюк // Корпоративные финансы. М.,2007 - № 2. с. 8.

- являлся сотрудником компании или аффилированных с эмитентом компаний в течение 5 предшествующих лет;
- имеет или имел в течение предшествующих 3 лет существенные отношения с компанией как напрямую, так и в качестве партнера, акционера, директора или топ-менеджера компании, имеющей таковые отношения с эмитентом;
- получает или получал дополнительное вознаграждение от компании кроме компенсации за работу в совете директоров, участвует в опционной программе или любой другой программе компенсации, привязанной к цене акций, а также в пенсионной программе компании;
- является близким родственником консультантов компании, ее директоров или топ-менджмента;
- является членом совета директоров другой компании, в случае если это влечет за собой конфликт интересов или находится в тесном взаимодействии с другими директорами эмитента через участие в работе других компаний;
- владеет значительной долей в акционерном капитале компании;
- являлся членом Совета директоров в течении более чем 9 лет с момента первого избрания.

В Совете директоров должен быть сформирован ряд функциональных комитетов. Каждый из комитетов должен состоять из трех членов, включая председателя. Включение только независимых директоров в эти комитеты предпочтительно.

Комитет по аудиту. Основными функциями комитета является оценка системы финансового контроля компании, мониторинг и оценка эффективности внутренней системы аудита, рекомендация для назначения внешнего аудитора. Комитет должен полностью состоять из независимых директоров, председатель комитета должен быть независимым директором. Члены комитета должны обладать необходимым опытом работы.

Комитет по назначениям. Комитет ведет работу по подбору кандидатов на участие в совет директоров, оценивает навыки и экспертизу и независимость членов совета, определяет уровень необходимых навыков для каждой из позиций совета директоров. Большинство членом комитета должны являться независимыми директорами, председатель комитета должен быть также независимым директором.

Комитет по вознаграждениям. Комитет устанавливает размер вознаграждения членам совета директоров и топ-менеджменту, включая систему мотивации. Комитет должен состоять из независимых директоров, председатель комитета должен быть независимым директором.

Часто комитет по назначениям и по вознаграждениям объединяют в один комитет.

В таблице 10 приведен анализ состава совета директоров некоторых крупных публичных российских компаний.

Таблица 10

Советы директоров некоторых публичных российских компаний

Дата	Компания	Листинг		Гендиректор и Председатель Совета директоров (СД) - разные люди	Независимый Председатель СД	Число мест в СД	Количество независимых директров	Комитеты		
		LSE	РФ					Назначения	Вознаграждения	Аудит
ноя.10	Трансконтейнер	+	+	+	-	9	2	+	+	+
ноя.10	Mail.ru	+	-	+	-	9	1	-	+	+
ноя.10	O'key	+	-	+	+	5	2	-	+	+
мар.10	Глобалтранс	+	-	+	-	7	2	+	+	+
ноя.07	ЛСР	+	+	+	-	5	2	+	+	+
ноя.07	НМТП	+	+	+	-	7	5	+	+	+
ноя.07	Евразия	+	-	+	+	7	3	-	+	+
май.07	ПИК	+	+	+	-	7	3	+	+	+
май.07	ВТБ	+	+	+	-	11	2	-	-	+
май.07	AFI Development	+	-	+	-	9	4	+	+	+
апр.07	ММК	+	+	-	-	10	5	+	+	+
фев.07	Интегра	+	-	+	-	5	2	-	+	+
фев.07	Полиметал	+	+	+	-	7	2	+	+	+
ноя.06	Северсталь	+	+	-	-	9	0	-	-	+
окт.06	ТМК	+	+	+	-	10	5	+	+	+
июл.06	Роснефть	+	+	+	-	9	3	+	+	+
май.06	Черкизово	+	+	+	-	7	2	-	-	+
фев.06	Комстар	+	+	+	-	7	0	-	-	-

Эмитент должен также рассмотреть необходимость создания комитета по стратегии, который может состоять из исполнительных директоров.

Одним из наиболее сложных вопросов является выбор председателя совета директоров. В случае если компания размещает ГДР в Лондоне, британское законодательство не предусматривает никаких специальных требований к председателю, хотя независимый председатель совета

директоров будет позитивно воспринят инвесторами. Если же компания получает премиальный листинг на Лондонской бирже, что подразумевает размещение не депозитарных расписок, а акций, то независимый председатель совета директоров является обязательным для эмитента. Далеко не многие компании готовы на это пойти.

Дополнительно эмитент должен проработать следующие вопросы:

Процедуры составления финансовой отчетности и внутреннего финансового контроля. Публичная компания должна иметь отлаженную систему подготовки финансовой отчетности для возможности своевременного предоставления финансовых данных инвесторам. Вместе с надежной системой финансового контроля эти процедуры дают инвесторам больше уверенности в надежности инвестиций и защите прав миноритарев менеджментом.

Работа с инвесторами после IPO. После IPO компании необходимо поддерживать коммуникацию с инвесторами, своевременно информируя их о финансовых результатах и важных корпоративных событиях. Для этого создается специальное структурное подразделение – отдел по работе с инвесторами. Наиболее распространенной практикой является подчинение отдела финансовому директору. Отдел занимается подготовкой новостных пресс-релизов, презентаций для инвесторов, организует и участвует в роуд-шоу по итогам финансового года, общается с аналитиками инвестиционных банков.

Страхование ответственности топ-менеджмента. У топ-менеджмента публичной компании возникает дополнительная ответственность перед инвестиционным сообществом. Инвесторы имеют право обратиться в суд на менеджмент компании за неточное или ошибочное представление информации с требованием компенсации убытков. Для защиты своих сотрудников эмитент заключает договор страхования ответственности для высших руководителей.

Система мотивации топ-менеджмента. Для инвесторов имеет огромное значение, чтобы интересы менеджмента совпадали с долгосрочными интересами акционеров. Наиболее эффективным инструментом для этого является программа мотивации, которая может реализовываться в виде опционов на акции, ESOP программы или фантомных опционов. Во время проведения маркетинга сделки инвесторы должны быть проинформированы относительно того, каким образом будет структурирована компенсация менеджмента. При принятии решения должна приниматься рыночная практика, в том числе практика отраслевых конкурентов.

Дивидендная политика. Теоретические модели оценки стоимости акций основаны на дивидендах, которые компания выплачивает акционерам. В реальности же молодые и активно растущие компании не платят дивиденды в течение длительного времени, но это не означает, что их акции ничего не стоят. Источники доходов инвесторов - прирост курсовой стоимости акции и дивиденды. Молодые и быстрорастущие компании приносят инвесторам доход в виде роста стоимости своих акций.

Достигнув же зрелости, возможности инвестиций в высокорентабельные проекты, способные создавать значительную акционерную стоимость, исчерпываются, а значит, возникает потребность в компенсации более низкой доходности владения долей в компании дивидендами.

Существует несколько теорий, объясняющих взаимосвязь дивидендной политики компании и стоимости ее акций. Наиболее полный обзор теорий приведен в работе С. Кинки [S.Kinki] «Загадка дивидендов – Обзор дивидендных теорий»[137]. Теория невостребованности дивидендов, разработанная Миллером и Модилиани[138] утверждает, что дивидендная политика компании не влияет на стоимость капитала, а значит - и на стоимость компании. Стоимость компании определяется способностью

---

[137] Kinki S. Dividend Puzzle – A Review of Dividend Policies, Helsinki Business Polytechnic 2001

[138] Miller M., Modigliani F. Dividend Policy: growth and the valuation of shares // Journal of Business. 1961. № 34. P. 411.

приносить прибыль и рисками. Клиентский эффект дивидендов проявляется в том, что инвестор выбирает акции, исходя из наиболее подходящей для него дивидендной политики. Например, инвесторы, которые платят высокие налоги, заинтересованы в меньших дивидендах. Теория оптимальной дивидендной политики[139] говорит, что дивидендная политика помогает достичь равновесия между текущими дивидендами и их будущим ростом, что позволяет максимизировать стоимость акций компании. Теория сигнализирования утверждает, что инвесторы рассматривают дивиденды и изменения в их выплатах в качестве прогнозов менеджмента относительно будущей величины выручки. Теоретические подходы к сущности и значимости дивидендов находят свое отражение в дивидендной политике фирмы.

Для целей IPO эмитенту достаточно анонсировать свои планы по дивидендам. Наиболее предпочтительным вариантом будет принятие новой дивидендной политики, закрепляющей механизмы расчета дивидендов.

Авторы статьи «Сюрприз! Высокие дивиденды = рост прибыли»[140], подтверждают большое значение дивидендов для роста котировок акций: средний ежегодный прирост котировок акций компаний дивидендных «аристократов»[141] составил 9,1%, а у простых представителей индекса S&P капитализация росла на 6,6%. Хотя финансовые расчеты показывают, что высокие показатели удержания дивидендов должны приводить к более высоким темпам роста. По данным аналитических исследований компании Ned Davis Research средний рост котировок компаний, входящих в индекс S&P500, с растущими дивидендами составил 11% за год, эмитенты, выплачивающие акционерам стабильный дивиденд, росли на 7,2%, акции компаний, которые сокращали выплаты, — на 3,6%, а те, кто не платил дивидендов — на 2,4%.

---

[139] Hagen K., Optimal Dividend Policies and Corporate Growth, Sweedish Journal of Economics, 1973
[140] Asness C., Arnot R. Surprise! Higher Dividends = Higher Earning Growth // Financial Analyst Journal. 2003.
[141] S&P составляет специальный индекс, в который входят компании, постоянно увеличивающие дивиденды на протяжении 25 лет и более.

При подготовке IPO существует и другая сторона вопроса: выплата дивидендов собственником до размещения.

Выплата значительных дивидендов перед IPO – альтернатива выпуску вторичных акций: продающие акционеры с одной стороны, могут, не выплачивая дивиденды, продать большее количество акций, или с другой – получить целевую сумму посредством выплаты дивидендов и продажи меньшего количества акций. В американских исследованиях на данную тему отмечается, что управляющие инвестиционных фондов расценивают продажу значительного пакета акций собственниками как негативный знак[142]. Для того, чтобы не подавать рынку негативный сигнал, продающие акционеры либо полностью отказываются от продажи ценных бумаг и перед размещением принимают решение о выплате высоких дивидендов, либо осуществляют оба действия (продажа акций и выплата дивидендов) в меньшем объеме.

В декабре 2002 года компания Burger King стала публичной: посредством IPO было привлечено $400 млн. Но незадолго до размещения компания выплатила дивиденды в размере $367 млн. своим акционерам и порядка $33 млн. в качестве бонусов топ-менеджменту. При этом по состоянию на 2002 год выплата дивидендов не имела налоговых преимуществ для акционеров перед продажей акций.

Один из лидеров российской металлургии – компания Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) провела размещение в 2007 году на почти $1 млрд., тогда как выплаты акционерам превысили $330 млн. (8 663 млрд. руб.), что составило 90% прибыли компании за год. Производитель калийных удобрений Уралкалий, ставший публичным также в 2007 году, и сумевший привлечь порядка $948 млн., выплатил за 9 месяцев 2006 года дивиденды в размере $125 млн. (3,3 млрд. руб.).

---

[142] Brau J.C., Fawcett S.E. Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice // The Journal of Finance. 2006. № 61. P. 399.

Другой причиной, по которой производится выплата дивидендов, является устранение избытка денежных средств на балансе. Если денежные средства, имеющиеся у компании, позволяют профинансировать часть инвестиционной программы, то оставшуюся потребность можно закрыть, например, кредитом. Тем более, что акционерное финансирование дороже долгового финансирования. Денежные средства на балансе накапливаются, если собственник принимает решение не выплачивать дивиденды, или выплачивает небольшие суммы, и, прежде всего, по итогам удачного финансового года. Факт выплат раскрывается в проспекте ценных бумаг.

В исследовании Ж.Мартина и Р.Зикхаузера [Martin J., Zeekhauser][143] отмечается, что дивидендные выплаты до IPO определяют последующее соотношение первичных и вторичных акций в выпуске, компании стремятся избежать наличия на балансе избыточной наличности и, хотя компании со значительными денежными средствами оцениваются рынком выше, стоимость каждого дополнительного доллара для инвесторов уменьшается, а значит - выплата дивидендов акционерам экономически целесообразна, т.к. позволяет максимизировать поступления продающим акционерам.

Выводы по главе 3.

Структурирование первичного публичного размещения предваряет определение времени и предварительного размера размещения. От выбора времени размещения зависит интерес инвесторов к размещению, подписка на акции компании и заполнение книги заявок, цена размещения и конечный объем средств, которые сможет привлечь эмитент. Благоприятная рыночная конъюнктура облегчает работу инвестиционных банков по закрытию сделки. Поскольку подготовка к IPO – процесс длительный и занимает срок от 5-6 месяцев, предпочтительно его начать заранее, чтобы быть готовым выйти на рынок в наиболее благоприятный момент. Существенным ограничением по

---

[143] Martin J., Zeekhauser R. Pre-IPO Dividend payments. 2009. URL: www.uibk.ac.at/ibf/sonstiges/seminar/preipopuzzle.pdf

времени является наличие требования при международных размещениях к сроку давности отчетности (135 дней). При высокой конкуренции на рынке капитала, когда в одно «IPO окно» ожидается выход многих эмитентов из России и стран Европы выход раньше других эмитентов упростит процесс привлечения инвесторов. Наиболее сложная ситуация создается, когда на первичный рынок одновременно выходят компании из одной отрасли.

При структурировании первичных публичных размещение необходимо детально проработать вопросы, связанные с выбором рынка проведения размещения, размещаемых ценных бумаг и подходов к продаже. Эти три направления структурирования предполагают решение более конкретных вопросов, в том числе, вопрос о юридическом лице, которое будет выступать эмитентом, и биржи, на которых будут размещаться акции, распределение предложения между первичными и вторичными акциями, акциями и депозитарными расписками, доля предложения американским инвесторам по правилу 144A и RegS, стратегия размещения акций среди инвесторов и меры ценовой стабилизации.

Анализ вариантов структурирования начинается с принятия решения относительно целевого рынка: выбор между исключительно российским листингом, листингом на иностранной фондовой бирже или двойной листинг имеет определяющее значение по отношению к другим параметрам размещения. Включение листинга на зарубежной площадке в структуру сделки открывает перед компанией целый спектр возможностей по получению листинга, видов выпускаемых ценных бумаг и базы потенциальных инвесторов.

<u>На основании проведенного исследования можно сформулировать следующие рекомендации для эмитентов:</u>

1. Эмитентам, планирующим привлечь до 300 млн. долл., рекомендуется размещать акции только на одной бирже для создания ликвидного вторичного рынка акций и концентрации всей ликвидности на нем. Листинг и размещение ценных бумаг на двух биржах приведут к возникновению

обособленных рынков с низкой ликвидностью, что негативно отразиться на цене. Проводить размещение депозитарных расписок на зарубежных площадках рекомендуется эмитентам, намеревающимся предложить инвесторам ценных бумаг на сумму от 200 млн. долл. (за исключением альтернативных биржевых площадок).

2. Для получения наиболее высокой оценки стоимости компании рекомендуется проводить размещение на той бирже, на которой работают инвесторы, специализирующиеся на отрасли эмитента и торгуются компании-аналоги.

3. При прочих равных условиях компаниям, ведущим операционную деятельность в России, не рекомендуется выходить на зарубежные биржи через создание холдинговой компании в иностранной юрисдикции. В России созданы условия, как для внутренних размещений, так и для международных размещений с российским и иностранным листингом. В диссертационном исследовании показано, что число инвесторов, не имеющих возможность приобретать российские акции ограничено, а главным фактором, обеспечивающим участие инвестора в IPO, является инвестиционная привлекательность компании. Перенос холдинговой компании в другую юрисдикцию может создать определенные сложности для включения в индекс MSCI Russia, являющийся одним из наиболее важных ориентиров для фондов, инвестирующих в Россию. Установлено, что потенциал включения в индекс – это дополнительная возможность для роста котировок акций, что благоприятно воспринимается инвесторами, принимающими решение об инвестиции в акции на этапе размещения.

4. В качестве инструмента диверсификации базы инвесторов при больших объемах размещений рекомендуется использование депозитарной программы. В исследовании установлено, что, хотя выпуск депозитарных расписок часто позиционируется инвестиционными банками как инструмент увеличения ликвидности через привлечение более широкой базы инвесторов,

сама по себе депозитарная программа не гарантирует получение дополнительной премии к стоимости компании и увеличение ликвидности.

5. Дополнительный спрос рекомендуется формировать за счет привлечения американских инвесторов через размещение по Правилу 144A и Regulation S. Это позволит диверсифицировать базу инвесторов, быстрее заполнить книгу заявок и создаст условия для получения более высокой оценки.

6. Эмитентам рекомендуется включать в структуру сделки первичные акции (акции новой эмиссии), даже если суть сделки состоит в продаже доли основным акционером, а привлечение нового капитала не предполагается. Установлено, что это позволяет избегать трудностей с продажей акций в запланированном объеме. Продажа при первичном размещении исключительно вторичных акций интересна инвесторам в меньшей степени, чем приобретение первичных акций, когда средства идут непосредственно на инвестиционные цели. У компании должно быть ясное понимание стратегии развития и основных источников будущего роста. Если такие источники есть, то инвесторы будут готовы приобрести и вторичные акции, однако исключительно важным будет участие продающего акционера в роуд-шоу эмитента.

7. В случае, если размещение осуществляется на зарубежных биржах в структуру сделки рекомендуется включать опцион Гриншу для осуществления ценовой стабилизации. Это позволит защитить инвесторов от неблагоприятных колебаний цены в первый месяц торгов.

8. Если в процессе роуд-шоу книга заявок была переподписана (т.е. количество акций, которое намереваются приобрести инвесторы, превысило количество предлагаемых акций), то это открывает возможности по формированию новой акционерной базы эмитента. Рекомендуется осуществлять выбор не только в пользу тех фондов, которые подали заявки по наибольшей цене, но и тех, кто будет обеспечивать ликвидность вторичного рынка. Акции, размещенные среди фондов, придерживающихся

долгосрочных инвестиционных стратегий, не имеют ликвидного вторичного рынка, что не позволяет максимизировать рыночную стоимость бизнеса. Значительную ликвидность могут обеспечить хедж-фонды и розничные инвесторы, класс которых в России пока только формируется. Одновременное привлечение долгосрочных инвесторов и хедж-фондов позволит сформировать и надежную базу акционеров, и ликвидный вторичный рынок акций.

9. Эмитентам рекомендуется соответствовать как можно большему числу требований корпоративного управления, даже если законодательство не обязывает их соблюдать. При этом соблюдение дополнительных требований и большая прозрачность бизнеса создадут позитивное мнение об эмитенте у инвесторов и повысит вероятность их участия в размещении. Наличие дивидендной политики не является обязательным условием на стадии размещения. Если компания показывает высокие темпы роста, инвесторы предпочтут, чтобы компания реинвестировала получаемую прибыль в развитие, а не выплачивала дивиденды. Позитивное влияние на восприятие инвесторов окажет совет директоров, сформированный из компетентных отраслевых специалистов, включая независимых директоров. Если председатель совета директоров будет являться независимым директором – это будет дополнительным преимуществом компании в глазах инвесторов, которые смогут быть уверены в том, что их интересы надежно защищены.

Заключение

Проведенное исследование содержит комплексный анализ российского рынка IPO, его текущего состояния, нормативно-правовой базы, основных тенденций развития, особенностей ценообразования и подходов к структурированию первичных размещений. На основе систематизированного опыта российских эмитентов по структурированию и определению цены размещения выработаны рекомендации для эмитентов и инвестиционных банков по формированию оптимальной структуры размещения. Выводы по вопросам особенностей ценообразования и проявлению феномена недооценки на российском рынке IPO служат дополнительным вкладом в теорию рынка ценных бумаг.

Обобщая результаты исследования можно сделать следующие выводы:

1. Первичное публичное размещение является инструментом привлечения акционерного капитала и способом уменьшения доли или выхода акционеров эмитента из капитала. С одной стороны IPO представляет собой процедуру продажи акций, а с другой – инвестиционно-банковский продукт. Соответственно в работе предложены следующие определения:

Первичное публичное размещение (в узком смысле) – это предложение акций компанией-эмитентом или продающими акционерами неограниченному кругу инвесторов, предполагающее преобразование бизнеса из частного в публичный с одновременным прохождением процедуры листинга на фондовой бирже. В отличие от определений других авторов, это определение наиболее полным образом учитывает экономическую сущность первичных публичных размещений и практику организации размещений.

Первичное публичное размещение (в широком смысле) - совокупность действий, производимых банком-организатором совместно с компанией-эмитентом, с момента заключения договора об оказании услуг по организации размещения до окончания действий по поддержке цены акций.

Предложение и размещение акций – завершающие этапы IPO как инвестиционно-банковского продукта.

2. Первичные рынки прошли длительную эволюцию, претерпев ряд качественных и организационных изменений. Неизменной оставалась зависимость первичного рынка от ситуации на вторичном рынке: в условиях благоприятной ситуации на финансовых рынках активизируется эмиссионная активность, увеличивается количество эмитентов и объемы выпуска, в условиях экономического спада количество IPO уменьшается, а иногда первичный рынок полностью закрывается, как например, во время нарастания мирового финансового кризиса 2008 г.

Основными направлениями развития мирового рынка IPO в 2000-2010 гг. и 1-ой половине 2011 г. стало увеличение количества и объемов размещений, усиление позиций развивающихся рынков и национальных бирж, усиление роли институциональных инвесторов, увеличение количества размещений, инициированных венчурными фондами.

Основными направлениями развития рынка IPO в среднесрочной перспективе до 2020 года будут:

- увеличение количества компаний малой и средней капитализации, в том числе инновационных компаний;
- общее увеличение рисков рынка IPO за счет выхода на рынок меньших по размеру инновационных компаний;
- стабилизация доли размещений развивающихся рынков в общей структуре рынка IPO;
- усиление национальных бирж, формирование новых финансовых центров;
- усиление внимания инвесторов к бизнесу, в который осуществляются инвестиции, «центр тяжести» рынка IPO смещается от эмитентов к инвесторам.

3. Российский рынок IPO начал зарождаться только в середине 90-х гг. XX века, то есть он по праву может считаться самым молодым среди

крупнейших первичных рынков. С момента своего появления рынок прошел следующие этапы развития:

I. зарождение рынка IPO (1996-2003 гг.): первые размещения российских компаний были единичными и осуществлялись на иностранных биржах;

II. становление рынка IPO (2004-2007 гг.): значительное увеличение числа размещений, совершенствование российской регулятивной и биржевой инфраструктуры;

III. развитие рынка IPO в условиях финансового кризиса (2008-2011 гг.): отмена большинства объявленных размещений, локальное восстановление рынка на фоне улучшения макроэкономической ситуации в 2010 г. и первой половине 2011 г.

Для действительного развития внутреннего финансового рынка требуется комплекс стимулирующих мер, содействующих созданию внутреннего спроса через развитие институциональных (в т.ч. коллективных) инвесторов и улучшение условий для работы иностранных инвесторов в России. Для этого требуется комплексная работа по улучшению инвестиционного климата в стране.

В перспективе до 2020 года основными тенденциями развития рынка IPO в России будут:

- активизация рынка по мере разрешения проблем мировой экономики;
- диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов, в т.ч. увеличение числа размещений высокотехнологичных компаний;
- уменьшение среднего размера IPO в связи с выходом на биржу компаний среднего и малого бизнеса;
- увеличение активности и участия розничных инвесторов в IPO;
- рост доли национальных бирж.

4. Цена наряду со структурированием – наиболее важный организационный вопрос размещения. Можно утверждать, что цена в конечном счете является основообразующим фактором успеха размещения:

если цена завышена, то акции не найдут достаточного спроса, и наоборот. Банки-организаторы устанавливают цену по согласованию с эмитентом, так, чтобы она отражала справедливую стоимость акций. При установлении цены учитываются оценка стоимости, полученная на основе построения финансовой модели департамента корпоративных финансов и предварительный диапазон оценки аналитиками департаментов исследований рынка акций. Также решаются две ключевые задачи: привлечение максимально широкого круга инвесторов при максимизации поступлений от продажи акций.

Насколько установленная цена отражает рыночные оценки справедливой стоимости, показывает первоначальная доходность (отношение изменения цены в первый день вторичных торгов к цене предложения). Первоначальная доходность формирует «первичные прибыли» инвесторов, средства, которые были недополучены продающими акционерами и эмитентом.

Средняя первоначальная доходность американского рынка за период 1960-2011 гг. – 16,8%, французского за период 1983-2010 гг. – 10,5%, британского за период 1959-2008 – 16,3%, бразильского за период 1979-2010 гг. – 33,7%. Анализ начальной доходности на российском рынке показывает, что в России инвесторы получают значительно меньшую доходность в первый день, чем на многих развитых рынках. Средняя первоначальная доходность за период 1996-2011 гг. составила 4,3%, при этом при исключении аномально высоких показателей IT-компаний и небольших компаний показатель составляет 2,4%.

С точки зрения регулирования возможно принятие определенных действий, направленных на уменьшение недооценки акций. Максимальная прозрачность бизнеса и открытость процесса размещения, достигаемые посредством требований к раскрытию информации и инсайдерского законодательства, способствует равномерному распределению информации среди участников сделки. Открытый конкурс на предоставление услуг андеррайтинга или привлечение несколько инвестиционных банков с опытом

сделок в соответствующей отрасли, должно способствовать установлению цены выпуска, наиболее точно отражающей справедливую стоимость.

5. Проблема первоначальной доходности может быть рассмотрена с точки зрения конфликта интересов между основными участниками сделки: инвесторы, акционеры, менеджмент компании и организаторов IPO. Каждая из перечисленных сторон имеет определенные интересы относительно установления цены размещения. Инвесторы заинтересованы в максимальной недооценке размещения, акционеры - в установлении справедливой цены, менеджмент, который получает опционную программу - в недооценке, а организаторы размещения выступают стороной, у которой есть противоречащие друг другу интересы, которые необходимо балансировать. Это, с одной стороны, желание установить прочные отношения с клиентом инвестиционно-банковского бизнеса, с другой – отношения с инвесторами, и с третьей – желание максимизировать комиссионные. Проявление данного конфликта на различных рынках оказывает влияние на различие недооценки акций.

Причины недооценки на российском рынке связаны со спецификой реализации конфликта интересов. Российские эмитенты в целом имеют более сильную переговорную позицию, чем инвестиционный банк. В исследованном периоде 1996-2011 гг. российский рынок рассматривался многими международными инвестиционными банками как один из наиболее приоритетных, что породило сильную конкуренцию между банками, которые хотели занять свою нишу и были готовы идти навстречу эмитенту, в том числе, и при определении ценового диапазона размещения. Одновременно в российских компаниях, в отличие от зарубежных процессом IPO, как правило, руководит собственник, а не менеджмент, что объясняется сложившейся структурой акционерного капитала. Вес переговорной позиции российских компаний также определял их размер: в период 1996-2011 гг. эмитентами были крупнейшие компании России.

Имея положительное значение, первоначальная доходность оказывает отрицательный внешний макроэкономический эффект, так как снижает объем привлекаемых инвестиционных ресурсов в масштабах страны и неблагоприятна для самой компании. Низкая первоначальная доходность российских компаний за исследованный период, таким образом, имела положительный внешний эффект на российскую экономику.

6. Долгосрочные результаты первичных размещений не однозначны. Результаты российских размещений соответствуют данным, полученным на западных рынках: акции, предлагаемые на IPO, демонстрируют не меньшую доходность в сравнении с уже торгующимися инструментами. Это означает, что инвестиционная стратегия вложения средств в акции IPO не оправдывает себя и принесет меньший доход, чем вложение в индекс, хотя это и не означает, что отдельные акции не могут оказаться успешней рынка.

7. Первичное размещение акций как услуга инвестиционного банка в сравнении с другими формами привлечения капитала требует индивидуальной работы с эмитентом при ограниченных возможностях использования стандартных и «шаблонных» подходов. Подбор параметров размещения осуществляется при структурировании IPO.

В общенаучном смысле структурирование представляет собой целенаправленное формирование структуры объекта. С**труктурирование IPO** - это выбор конкретных параметров размещения (рынок размещения, предлагаемые ценные бумаги, механизмы и каналы продажи) для достижения оптимальной структуры размещения. При этом под оптимальной структурой размещения понимается такая структура, которая максимально удовлетворяет потребностям эмитента и, прежде всего, акционеров, одновременно соответствуя требованиям рынка к аналогичным сделкам. Оптимальность структуры не является универсальной и зависит от целей акционеров. Критерием оптимальности может служить заполнение книги заявок на этапе маркетинга размещения.

Принимая во внимание, что задачей структурирования является формирование наиболее подходящих параметров размещения для эмитента и то, что оно направлено на максимизацию спроса на ценные бумаги компании, оно тем самым обеспечивает более высокую потенциальную оценку за счет привлечения наиболее широкой базы инвесторов.

8. Первым шагом в подготовке к размещению является определение времени и предварительного размера предложения. Ситуация на рынках капитала - важный фактор, от которого зависит интерес инвесторов к размещению и заполнение книги заявок, цена размещения и конечный объем средств, которые сможет привлечь эмитент.

Структурирование IPO осуществляется по следующим направлениям:

- выбор рынка проведения размещения (выбор между внутренним и международным рынками, выбор биржи, определение юрисдикции для холдинговой структуры)
- выбор ценных бумаг (акции/депозитарные расписки, основной/дополнительный выпуск, транши для международных и американских инвесторов по RegS и 144A)
- выбор механизма и каналов продаж (книга заявок/фиксированная цена/аукцион, распределение акций среди инвесторов, мораторий на продажу акционерами)

9. При структурировании размещения эмитенту и инвестиционному банку рекомендуется принимать во внимание следующие выводы исследования:

а) эмитентам, планирующим привлечь до 300 млн. долл., рекомендуется размещать акции только на одной бирже для создания ликвидного вторичного рынка акций и концентрации всей ликвидности на нем. Проводить размещение депозитарных расписок на зарубежных площадках рекомендуется эмитентам, намеревающимся предложить инвесторам ценных бумаг на сумму от 200 млн. долл. (за исключением альтернативных биржевых площадок);

б) для получения наиболее высокой оценки стоимости компании рекомендуется проводить размещение на той бирже, на которой работают инвесторы, специализирующиеся на отрасли эмитента и торгуются компании-аналоги;

в) при прочих равных условиях компаниям, ведущим операционную деятельность в России, не рекомендуется выходить на зарубежные биржи через создание холдинговой компании в иностранной юрисдикции. Перенос холдинговой компании в другую юрисдикцию может создать определенные сложности для включения в индекс MSCI Russia, являющийся одним из наиболее важных ориентиров для фондов, инвестирующих в Россию;

г) в качестве инструмента диверсификации базы инвесторов при больших объемах размещений рекомендуется использование депозитарной программы;

д) дополнительный спрос рекомендуется формировать за счет привлечения американских инвесторов через размещение по Правилу 144A и Regulation S. Это позволит диверсифицировать базу инвесторов, быстрее заполнить книгу заявок и создаст условия для получения более высокой оценки;

е) эмитентам рекомендуется включать в структуру сделки первичные акции (акции новой эмиссии), даже если суть сделки состоит в продаже доли основным акционером, а привлечение нового капитала изначально не предполагалось;

ж) в случае, если размещение осуществляется на зарубежных биржах в структуру сделки рекомендуется включать опцион Гриншу для осуществления ценовой стабилизации. Это позволит защитить инвесторов от неблагоприятных колебаний цены в первый месяц торгов;

з) если в процессе роуд-шоу книга заявок была переподписана (т.е. количество акций, которое намереваются приобрести инвесторы, превысило количество предлагаемых акций), то это открывает возможности по формированию новой акционерной базы эмитента. Рекомендуется

осуществлять выбор не только в пользу тех фондов, которые подали заявки по наибольшей цене, но и тех, кто будет обеспечивать ликвидность вторичного рынка. Одновременное привлечение долгосрочных инвесторов и хедж-фондов позволит сформировать, и надежную базу акционеров, и ликвидный вторичный рынок акций;

и) эмитентам рекомендуется соответствовать как можно большему числу требований корпоративного управления, даже если законодательство не обязывает их соблюдать. При этом соблюдение дополнительных требований и большая прозрачность бизнеса создадут позитивное мнение об эмитенте у инвесторов и повысит вероятность их участия в размещении. Наличие дивидендной политики не является обязательным условием на стадии размещения. Если компания показывает высокие темпы роста, инвесторы предпочтут, чтобы компания реинвестировала получаемую прибыль в развитие, а не выплачивала дивиденды. Позитивное влияние на восприятие инвесторов окажет совет директоров, сформированный из компетентных отраслевых специалистов, включая независимых директоров.

Литература

Нормативно-правовые акты

1. "Гражданский кодекс Российской Федерации (в четырех частях)" от 30.11.1994 N 51-ФЗ (с последующими изменениями)
2. Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». (с последующими изменениями)
3. Федеральный закон от 29.04.2008 N 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» (с последующими изменениями)
4. Федеральный закон от 09.07.1999 N 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (с последующими изменениями)
5. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с последующими изменениями)
6. Федеральный закон от 21.12.2001 N 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества» (с последующими изменениями)
7. Инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 N 128-И «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации»
8. Приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 N 07-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»
9. Приказ ФСФР РФ от 09.10.2007 N 07-102/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»
10. Постановление ФКЦБ РФ от 16.10.1997 N 36 «Об утверждении Положения о депозитарной деятельности в Российской Федерации, установлении порядка введения его в действие и области применения».
11. Приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 N 09-21/пз-н «Об утверждении

Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации»

Монографии, учебные пособия

12. Аникин А.В, История финансовых потрясений: российский кризис в свете мирового опыта, Москва.: Олимп-Бизнес, 2002, 448 с.
13. Балашов В.Г., Ириков В.А., Иванова С.И., Марголит Г.Р. IPO и стоимость российских компаний. Мода и реалии. – М.: Дело, 2008. – 336 с.
14. Богданов А.А. Тектология: Всеобщая организационная наука. В 2-х книгах. Москва, «Экономика», 1989
15. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Перевод с английского. – М.: Олимп-Бизнес, 2004. – 1008 с.
16. Гвардин С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М.: Вершина, 2007. – 264с.
17. Геддес Р. IPO и последующие размещения. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2007. – 352 с.
18. Грегориу Г. Н. IPO: опыт ведущих мировых экспертов. Перевод с английского. - Минск: Гревцов Паблишер, 2008. – 624 с.
19. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга. – Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2007.
20. Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). – Спб.: Аналитический центр «Альпари Спб», 2002. – 238 с.
21. Гуриев С.М. Мифы экономики: Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики (3-е издание, переработанное). М.: Издательство Альпина Бизнес Букс, 2010. - 296 с.
22. Гусева И.А. Практикум по рынку ценных бумаг. – М.: Юрист, 2000. –

320 с.
23. Дрейхо Дж. IPO. Как и почему компании становятся публичными. Перевод с английского. – М.: Издательство «Весь мир», Издательский дом «ИНФРА-М», 2008 . – 392 с.
24. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020г.): российский фондовый рынок и создание международного финансового центра, Центр Развития Фондового рынка, Ernst & Young, Thomas Murray, 2008
25. Каширин А.И., Семенов А.С. Венчурное инвестирование в России. - М.: Вершина, 2007. - 320 с.
26. Кемпбелл К. Венчурный бизнес: новые подходы. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 428 с.
27. Котлер Ф., Картаджайя Х., Янг Д. Привлечение инвесторов: Маркетинговый подход к поиску источников финансирования. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 194 с.
28. Лукашов А., Могин А. IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. – М: Альпина Бизнес Букс, 2008 – 370 с.
29. Миркин Я.М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьева З.А. –М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 538 с.
30. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
31. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.
32. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 424 с.
33. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.: Geleos, 2011. – 480 с.

34. Никифорова В.Д., Макарова В.А., Волкова Е.А. IPO – путь к биржевому рынку. Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг. – Спб.: Питер, 2008 – 352 с.
35. Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 362 с.
36. Новая философская энциклопедия: В 4-х тт. М.: Мысль, 2000.
37. Перегудов Ф.И., Тарасенко Ф.П. Введение в системный анализ. - М.: Высшая школа, 1989. – 320 с.
38. Ратников К.Ю. Пути выхода российских компаний на международный фондовый рынок. – М.: Стаут, 1996. – 324 с.
39. Советский энциклопедический словарь. – М.: Издательство советская энциклопедия, 1981. – 1600 с.
40. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс. 2007. – 926 с.
41. A. Sherman, M. Hart Mergers and Acqusitions from A to Z, Amacom, New York, 2006, 290 p.
42. Philippe Espinasse IPO: A Global Guide, Hong Kong University Press, 2011, 360 p.

Периодические издания

43. Агошкова Е.Б., Эволюция понятия системы. / Агошкова Е.Б., Ахлибининский Б.В. // Вопросы философии. – М., 1998. - №7. с. 170 – 179.
44. Барейша И., IPO в России: альтернативный порядок. / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. - № 8 (306). - с. 40 - 42.
45. Берталанфи Л. фон. Общая теория систем — Критический обзор. // Исследования по общей теории систем: Сборник переводов / Общ. ред. вст. ст. В.Н. Садовского и Э.Г. Юдина. – М.: Прогресс, 1969. С. 23-82.
46. Бойко В.В. Влияние структуры капитала на недооценку российских

компаний при первичных публичных размещениях / В.В. Бойко // Вестник ИНЖЕКОН, Серия «Экономика». - М., 2010. - № 1 (36). - с. 312 - 315.
47. Бойко В.В. Влияние динамики фондового рынка на феномен недооценки российских компаний при первичных публичных размещениях / В.В. Бойко // Вестник Финансовой академии. - М., 2010. - № 4 (52). - с. 52 - 56.
48. Бондарев В. IPO в России: шаг навстречу инвесторам и эмитентам. / Дианов Х., Бондарев В., Голубков Д. // Биржевое обозрение. – М., 2006. - № 3 (29). - с. 17 – 19.
49. Бородкин Л.И. Структура и динамика биржевого индекса дореволюционной России: анализ рынка акций ведущих промышленных компаний / Л.И. Бородкин, Г.Е. Перельман // Экономическая история: Ежегодник 2006. - М., 2006. - С. 171 - 221.
50. Бортников Ю., Ограничения на приобретение акций иностранными инвесторами в зарубежных странах // Рынок ценных бумаг. № 15. 2008. С. 61 - 63.
51. Газин Г. Корпоративное управление в России. / Г.Газин // Вестник McKinsey. 2003 - №3. с. 56 – 64.
52. Гордиенко Ю. Кухня китайского IPO. / Ю. Гордиенко // Секрет фирмы. М., 2010 - № 4 (296).
53. Губейдулллина Г. Одной биржи хватит. / Г.Губейдуллина // Ведомости. М., 2008. - N 41 (2063) с.10.
54. Дашевский С. Осторожно – российские IPO / С. Дашевский // Ведомости. – М., 2010 – № 176 (2874) . с. 5.
55. Деришева О. ОАО НК Роснефть: народное IPO с биржевым обращением. / О.Деришева, А.Федоров // Рынок ценных бумаг. – М., 2006 - № 17 (320). – с. 18 – 24.
56. Жукова Т.В. Дивидендная политика в современном акционерном обществе. Теория и практика российских компаний. / Т.В.Жукова // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – М., 2009 - № 7. с. 34 – 41.

57. Зинченко С. Акция как эмиссионная ценная бумага: природа, объем прав, их защита. / С.Зинченко, В.Галов // Хозяйство и право. М., 2005. - N 11. - С.51 - 63.
58. Ивашковская И.В. Эффективность ценообразования российских IPO / И.В. Ивашковская, Л.С.Харламов // Корпоративные финансы: электронный журнал. 2007 - № 3. (http://ecsocman.hse.ru/mags/cfjournal), с. 53 – 63.
59. Ивашковская И.В. Эмпирический анализ мотивов выхода и операционной эффективности IPO в странах СНГ / И.В. Ивашковская, О.А. Пономарева // Корпоративные финансы: электронный журнал. 2008 - № 4(8). (http://ecsocman.hse.ru/mags/cfjournal), с. 5 – 22.
60. Кокшаров А. Россия и СНГ: время IPO? / А. Кокшаров. - // Рынок ценных бумаг. - М., 2007. - №14. - С. 54-55.
61. Кумз П. Цена корпоративного управления. / М. Уотсон, К. Кампос, Р. Ньюэлл, Г. Уилсон // Вестник McKinsey. 2003 - № 3. с. 14 - 21.
62. Курасов А. Перспективы восстановления рынка IPO / А. Курасов // Рынок ценных бумаг. М., 2009 - № 5 - 6.
63. Ланин Д. Между венчуром и биржей. / Д. Ланин // Эксперт. – М., 2010 - № 28 (713).
64. Ланин Д. С замахом на «голубую фишку». / Д. Ланин // Эксперт. – М., 2010 - №18 (703). – с. 12-14.
65. Лизунов П.В. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX — начало XX вв.) / П.В.Лизунов // Экономическая история: Ежегодник 2002. - М., 2002. - С. 206 – 241.
66. Лукашов А.В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании. / А.В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – М., 2004. - № 4. с. 21-41.
67. Львутин П.П. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований. / П.П. Львутин, О.В. Фетцер // Корпоративные финансы: электронный журнал. 2007 - № 1. (http://ecsocman.hse.ru/mags/cfjournal), с 145 – 189.

68. Лысенко А. Роснефть: переоценка или реальность? / А.Лысенко // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. - №17 (320). с . 25 - 29.
69. Михайловский В. Листинг на Гонконгской фондовой бирже / В. Михайловский // Рынок Ценных Бумаг. – М., 2010 - № 6 (399) с. 21 – 25.
70. Напольнов А.В. IPO как инвестиционный механизм расширения бизнеса / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2006. – № 1 (01). – С. 92-105
71. Напольнов А.В. Роль инвестиционного банка в организации IPO / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2007. – № 2 (08). – С. 69-88
72. Напольнов А.В. Перспективы IPO государственных компаний: участие розничных инвесторов / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2007. – № 3 (09). – С. 62-76
73. Напольнов А.В. Российский рынок IPO механизмы ценообразования / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2008. – № 1 (11). – С. 54-69
74. Напольнов А.В. Краткосрочная и среднесрочная доходность первичных публичных размещений акций российских компаний / А.В. Напольнов // Финансы и кредит.– М., 2010. – №45 (429). – С. 60-71
75. Напольнов А.В. Теоретические основы структурирования первичных публичных размещений / А.В.Напольнов // Вестник Финансового Университета. – М., 2011. – № 4 (64). - С. 76-80
76. Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития / А.В.Напольнов, Б.Б.Рубцов // Эффективное антикризисное управление – СПб., 2011. – № 5 (68). - С. 60-69
77. Обухова Е.А. IPO: как заглянуть в будущее. / Е.А. Обухова //D'. - М., 2007 - №22 (37). С. 8 – 11.
78. Потемкин А. ММВБ - 15 лет: помнить прошлое, жить настоящим, думать о будущем: Интервью с Президентом ЗАО ММВБ. // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. - Февраль. - N 3. - Биржевое обозрение № 2. - С. 6-9.
79. Римская Т. Привлечение денег: эволюция публичных размещений. / Т.

Римская // Журнал ВТБ. – М., 2007. URL: http://www.vtbmagazine.ru/
80. Сереп С. Начальные доходности IPO - акций на российском рынке. / С. Сереп, аналитический отдел журнала Рынок ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – М., 2005 - №15 (294) с. 36 – 43.
81. Старюк П. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления. / П. Старюк // Корпоративные финансы. М., 2007 - № 2. с. 5 – 16.
82. Федоров А. Теоретические аспекты IPO / А.Федоров // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. М., 2006, - №5. с.16-21
83. Федоров А. «Высокие технологии на биржевых площадках», Форум (приложение к газете Ведомости), декабрь 2007
84. Шапран В., Фондовые рынки развивающихся стран: итоги 2007 года / В. Шапран // Инвестиционный банкинг. М., 2008 - №1 (11). с. 45 - 52.
85. Материалы четвертого IPO конгресса, - сборник статей, 2007
86. Building. Brick by brick. LSR Group. Russian Equity Research. // URALSIB Financial Corporation. 2007.
87. Russian IPO Pioneers: a review of 23 Initial Public Offerngs, PNB, 2006 URL: http://www.pbnco.com/
88. Russian IPO Pioneers-2: featuring Russian and CIS companies, PNB, 2007. URL: http://www.pbnco.com/
89. Russian IPO Pionerrs-3: featuring Russian, Ukranian and Kazakh compannies, PNB, 2008. URL: http://www.pbnco.com/
90.Russian IPO Pionerrs-4: an analysis & review of 2008 Russian & CIS IPOs, PNB, 2009. URL: http://www.pbnco.com/
91.Global IPO Trends 2005, Ernst&Young 2005
92. Global IPO Trends 2009, Ernst&Young 2009
93. Global IPO Trends 2010, Ernst&Young 2010
94. Global IPO Trends 2011, Ernst&Young 2011
95. Aggarwal R. Allocation of Initial Public Offering and Flipping Activity // Journal of Financial Economics. 2003. № 68(1). P. 111 - 135.

96. Akerlof G. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. № 84. P. 353-374.
97. Asness C., Arnot R. Surprise! Higher Dividends = Higher Earning Growth // Financial Analyst Journal. 2003.
98. Asquith D., Jones J., Kieschnick R. Evidence on Price Stabilization and. Underpricing in Early IPO Returns // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 1759 - 1773.
99. 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.
100. Beatty R., Ritter J. Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 213 - 232.
101. Benveniste L., Spindt P. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues // Journal of Financial Economics. 1989. № 24. P.343 - 362.
102. 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.
103. Booth J., Chua L.Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.
104. Booth J., Smith R. Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis // Journal of Financial Economics. 1986. № 15(2). P. 261 – 281.
105. Bradley D., Jordan B. Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2002, № 37 P. 595 - 616.
106. Brau J.C., Fawcett S.E. Initial Public Offerings: an analysis of theory and practice // The Journal of Finance. 2006. № 61. P. 399 – 436.
107. Brav A., Gompers P. Myth or Reality? The long-run underperformance of IPOs: Evidence from venture and non-venture capital backed companies // Journal

of Finance. 1997. № 52. P. 1791 – 1821.
108. Brennan M., Franks J. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK // Journal of Financial Economics. 1997. № 45. P. 391 – 413.
109. Brennan M., Franks J. Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the UK // Journal of Financial Economics. 1997. № 45(3). P. 391 - 413.
110. Carter R., Dark F., Singh A. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Longrun Performance of IPO Stocks // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 285 - 311.
111. Carter R., Manaster S. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation // Journal of Finance. 1990, № 45(4). P. 1045 – 1067.
112. Cornelli F., Coldereich D. Bookbuilding: How Informative is the Order Book? // The journal of finance. 2003. № 8. P. 58 - 72.
113. Cornelli F., Goldreich D. Bookbuilding and strategic allocation // Journal of Finance. 2001. №56. P. 2337 - 2370.
114. Cornelli F., Goldreich D., Ljungqvist A. Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // Journal of Finance. 2005. № 61. P. 1187 – 1216.
115. Dobbs R., Goedhart M. Why cross-listing shares doesn't create value, McKinsey, 2008.
116. Doidge C., Karolyi G., Stulz R.. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? // Journal of Financial Economics. 2004. № 71. P. 205 - 238.
117.Domowits I., Steil B. Innovation in Equity Trading Systems: The impact of Transactions Costs and Cost of Capital, Technological Innovation and Economic Performance Princeton University Press, 2001
118. Dunbar C., Foerster S. Second Time Lucky? Withdrawn IPOs that Return to the Market // Journal of Financial Economics. 2008. № 87. P. 610 - 635.
119. Grinblatt, M., Hwang C. Y. Signaling and the Pricing of New Issues // Journal of Finance.1989. № 44.P. 393 – 420.
120. Habib M., Ljungqvist A. Underpricing and entrepreneurial wealth losses in

IPOs: Theory and evidence // Review of Financial Studies. 2001. № 14(2). P. 433 - 458.
121. Hulbert H.M., Miles J.A., Woolridge J.R. Value creation from equity carve-outs. // Financial Management. 2002. № 31. P 83 – 100.
122. Ibbotson R. Price performance of common stock new issues // Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P 235 - 272.
123. Jegadeesh, N., Weinstein M., Welch, I. An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings // Journal of Financial Economics. 1993. № 34. № 153 – 175.
124. Jelic R., Briston R. Privatization Initial Public Offerings: The Polish Experience // European Financial Management. 2003. № 9(4). P. 457 – 484.
125. Jenkinson T., Jones H. IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors // Review of Financial Studies. 2008. № 22 (4). P. 1477 - 1500.
126. Kaiser E., Plumberg K., Subprime saga strains economic decoupling theory, 30-08-07, Reuters
127. Kaserer C., Schiereck D. Going Public and Being Public – a Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital // Deutsche Borse Group. 2007. URL: deutsche-boerse.com
128. Kinki S. Dividend Puzzle – A Review of Dividend Policies // Helsinki Business Polytechnic. 2001.
129. Kolleeny G., Fedotov A. Russian Federation: Draft Amendment To Stop Russian IPOs Abroad // World Securities Law Report. August 2009.
130. Listing Beauty Contest – a comparative cost analysis of Six Global Exchanges // Deutsche Borse Group. 2008. URL: deutsche-boerse.com
131. Ljungqvis A., Wilhelm W. IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary? // Journal of Financial Economics. 2001. № 65. P., 167-201.
132. Ljungqvist A. Wilhelm W. IPO pricing in the Dot-Com bubble // Journal of Finance. 2003. № 58 (4). P. 723 – 752.
133. Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO

Pricing // Journal of Business, University of Chicago Press. 2006. № 79(4). P. 1667 - 1702.
134. Ljungqvist A., Wilhelm W. IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary? // Journal of Financial Economics. 2002. № 65. P. 167 – 201.
135. Loughran T., Ritter J. The new Issues Puzzle // Journal of Finance. 1995 № 50(1). P. 23 – 51.
136. Loughran T., Ritter J. Why has IPO underpricing changed over time? // Financial Management. 2004 №; 3 (33). P. 5 – 37.
137. Loughran T., Ritter J. Why Issuers Don't Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? // Review of Financial Studies. 2002. № 15. P. 413 - 443.
138. Lowry M., Schwert G. Is the IPO Pricing Process Efficient? // Journal of Financial Economic. 2004. № 71. P. 3 - 26.
139. Martin J., Zeekhauser R. Pre-IPO Dividend payments. 2009. URL: www.uibk.ac.at/ibf/sonstiges/seminar/preipopuzzle.pdf
140. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy: growth and the valuation of shares // Journal of Business. 1961. № 34. P. 411 - 433.
141. Reilly F. Further Evidence on short-run results for new issues investors // Journal of financial and quantative analysis, 1973. № 8. P. 83-90,
142. Ritter J.R. Initial Public Offerings // Contemporary Finance Digest. 1998. № 1. P. 5 - 30.
143. Rock K. Why New Issues Are Underpriced // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 187 - 212.
144. Roosenboom P., Mathijs A. van Dijk The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter? // Journal of Banking and Finance. 2009. № 33. P. 1898-1908.
145. Ruud J. Underwritter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle // Journal of Financial Economics. 1993 № 5. P. 135 – 151.
146. Stoll H. and Curley A., Small business and new issues market for equities // Journal of financial and quantative economics. 1970. № 5. P. 309-322
147. Stoughton N., Zechner J. IPO mechanisms, monitoring and ownership

structure // Journal of Financial Economics. 1998. № 49. P. 45 – 78.
148. Titman S., Truman B. Information Quality and the Valuation of New Issues // Journal of Accounting and Economics. 1986. № 8. P. 159 – 172.
149. Welch I. Seasoned Offerings, Imitation Cost, and the Underpricing of Initial Public Offerings // Journal of Finance.1989. № 44. P. 421 - 449.

Ресурсы Internet

150. Интернет-сайты зарубежных фондовых бирж: Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE (www.nyse.com), фондовая биржа NASDAQ (www.nasdaq.com), Лондонская фондовая биржа LSE (www.londonstockexchange.com/), фондовая биржа Euronext (www.euronext.com), гонконгская фондовая биржа HKSE (www.hongkongstockexchange.org)
151. Интернет-сайты российских фондовых бирж: ММВБ (www.micex.ru), РТС (www.rts.ru)
152. Интернет-сайт Д.Риттера, посвященный проблемам первичных публичных размещений (http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm).
153. Интернет-сайт российского IPO-конгресса (www.ipocongress.ru/)
154. База данных информации по финансовым рынкам Bloomberg
155. База данных информации по финансовым рынкам Thomson Reuters
156. База данных по IPO и слияниям и поглощениям (http://dealogic.com/)
157. База данных по структуре владения акциями (www.factset.com/)
158. Интернет-страница ФСФР (www.fcsm.ru)
159. Статистика Международной федерации фондовых бирж (www.world-exchanges.org).
160. Материалы свободной энциклопедии Википедия (http://ru.wikipedia.org, http://en.wikipedia.org, http://fr.wikipedia.org)

Приложения

Приложение 1. Структура синдиката при IPO

Андеррайтер (англ. underwriter) — юридическое лицо, которое осуществляет руководство процессом выпуска ценных бумаг и их распределения. Андеррайтер гарантирует эмитенту выручку от продажи ценных бумаг, фактически приобретая ценные бумаги или организуя их размещение[144]. Функцию андеррайтера размещения выполняет инвестиционный банк.

В мировой практике существует две основные формы андеррайтинга:

- *андеррайтинг на базе твердых обязательств (firm commitment),* при котором андеррайтер обязуется выкупить все ценные бумаги, предлагаемые для первичного размещения, а затем на условиях, согласованных с эмитентом, организовать размещение данных бумаг среди инвесторов.

- *андеррайтинг на базе лучших (или максимальных) усилий (best efforts)*, при котором андеррайтер обязуется приложить максимальные усилия для наиболее полного размещения, не выкупая эмиссию[145].

Эмитент заключает с андеррайтером договор андеррайтинга, в котором обговариваются существенные условия осуществления андеррайтинга в отношении выпуска ценных бумаг. Соглашение содержит определенные условия и оговорки. В частности, наиболее известная оговорка "Все или ничего" (All or none), которая позволяет ведущему андеррайтеру отменить предложение при отсутствии подписки на все акции.

Если для организации размещения требуется приложение усилий и ресурсов, превышающих возможности одного банка, то образуется синдикат андеррайтеров. Синдикат андеррайтеров – временное объединение инвестиционных компаний и банков, организующих размещение выпуска

---

[144] Клуб андеррайтеров НФА, «Стандарты деятельности по андеррайтингу и предоставления других услуг связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг», www.nfa.ru

[145] Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок М.: Перспектива, 1995

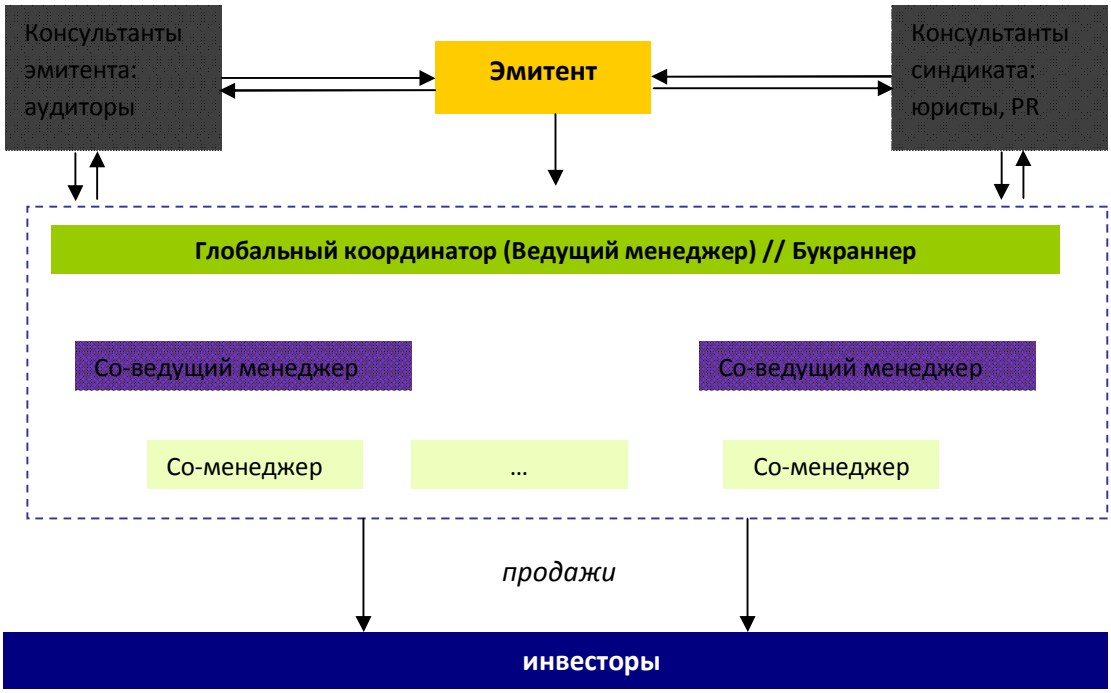
ценных бумаг в интересах эмитента и согласовавших условия участия в синдикате в части выполняемых функций и получаемой прибыли.

Ведущий менеджер (Lead manager) - инвестиционный банк, ответственный за организацию и координацию процесса IPO. При крупных размещениях ведущего менеджера называют **глобальным координатором** (Global Coordinator). Ведущий менеджер управляет всем процессом размещения, координирует действия эмитента и всех консультантов, координирует и принимает активное участие в разработке структуры сделки, проводит комплексную оценку бизнеса и финансового состояния компании, осуществляет другую работу.

Менеджер книги заявок (Bookrunner) - банк, ведущий прием заявок на покупку акций. В сложившейся практике книгу заявок ведет ведущий менеджер.

Со-ведущий менеджер (Co-lead-manager) - инвестиционный банк, помогающий ведущему организатору в осуществлении подписки на акции, размещении, а также по другим вопросам размещения.

Со-менеджер (Co-manager) - инвестиционный банк, участвующий в привлечении дополнительных инвесторов и распространении акций.



Приложение 2. Крупнейшие IPO в мировой истории

Приложение 2.1. Крупнейшие размещения 2005-2010 гг.

2005					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	China Constraction Bank	Китай	Финансы и банки	9,2	HKEx
2	Electricite de France	Франция	Энергетика	8,2	Euronext
3	Gaz de France	Франция	Ресурсы	4,2	Euronext
4	China Shenhua Energy	Китай	Добыча	3,3	HKEx
5	Bank of Communications	Китай	Финансы и банки	2,2	HKEx
	Всего			27,0	
	% рынка IPO			15%	

2006					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	ICBC	Китай	Финансы и банки	21,9	HKEx, SSE
2	Bank of China	Китай	Финансы и банки	11,2	HKEx, SSE
3	Rosneft	Россия	Энергетика	10,7	LSE, MICEX
4	Natixis	Франция	Финансы и банки	5,3	Euronext
5	Standard Life Assurance	Великобритания	Финансы и банки	4,4	LSE, MICEX
	Всего			53,5	
	% рынка IPO			20%	

2007					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	VTB	Россия	Финансы и банки	8,0	LSE, MICEX
2	Iderdrola Renovables	Испания	Энергетика	6,6	Madrid SE
3	CITIC	Китай	Финансы и банки	5,9	HKEx, SSE
4	China Railway	Китай	Инфраструктура	5,9	SSE, HKEx
5	Dubai Ports	ОАЭ	Инфраструктура	5,0	Dubai SE
	Всего			31	
	% рынка IPO			11%	

2008					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	Visa	США	Финансы и банки	19,7	NYSE
2	China Railway Construction	Китай	Инфраструктура	5,7	SSE, HKEx
3	OGX	Бразилия	Энергетика	4,1	BOVESPA
4	Reliance Power	Индия	Энергетика	3,0	BSE
5	Al Inma	Сауд. Аравия	Финансы и банки	2,8	Tadawul
	Всего			35,2	
	% рынка IPO			37%	

2009					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	Banco Santander (Brazil)	Бразилия	Финансы и банки	7,5	BOVESPA, NYSE
2	China State Construction Engineering	Китай	Строительство	7,3	SSE, HKEx
3	Metalllurgical Corp of China	Китай	Металлургия	5,1	SSE, HKEx
4	VisaNet	Бразития	Финансы и банки	4,3	BOVESPA
5	Maxis	Малайзия	Консультинг	3,3	Куала-Лумпур
	Всего			27,5	
	% рынка IPO			24%	

2010					
#	Компания	Страна	Отрасль	Выручка ($ млн)	Биржа
1	Agricultural Bank of China	Китай	Финансы и банки	22,1	SSE, HKEx
2	AIA Group	Гонконг	Финансы и банки	20,5	HKEx
3	General Motors	США	Машиностроение	18,1	NYSE, Торонто
4	Dai-ichi Life Insurance	Япония	Финансы и банки	11,1	TSE
5	Petronas Chemicals	Малайзия	Химия	1,9	Куала-Лумпур
	Всего			74	
	% рынка IPO			26%	

Источник: Bloomberg

Приложение 2.2. Крупнейшие размещения за историю IPO (до 2011 г.)

№	Эмитент	Страна	Объем IPO, $ млн	Дата IPO	Статус компании	Отрасль / сектор
1	Agricultural Bank of China	Китай	22,1	Июль 2010	Финансы и банки	Финансы и банки
2	ICBC	Китай	21,9	Октябрь 2006	Государственная	Финансы и банки
3	AIA Group	Гонконг	20,5	Октябрь 2010	Частная	Финансы и банки
4	NTT DoCoMo	Япония	18,4	Октябрь 1998	Государственная	Телекоммуникации
5	Visa	США	19,7	Март 2008	Частная	Финансы и банки
6	General Motors	США	18,1	Ноябрь 2010	Государственная	Машиностроение
7	Enel	Италия	17,0	Октябрь 1999	Государственная	Энергетика
8	Deutsche Telecom	Германия	13,0	Ноябрь 1996	Государственная	Телекоммуникации
9	Bank of China	Китай	11,2	Май 2006	Государственная	Финансы и банки
10	Dai-ichi Life Insurance	Япония	11,1	Март 2010	Частная	Финансы и банки
11	Роснефть	Россия	10,6	Июль 2006	Государственная	Нефть и газ
12	AT&T	США	10,6	Апрель 2000	Частная	Телекоммуникации
13	Telstra Corp	Австралия	10	Ноябрь 1997	Государственная	Телекоммуникации
14	CCB	Китай	9,2	Октябрь 2005	Государственная	Финансы и банки
15	EDF	Франция	8,2	Ноябрь 2005	Государственная	Энергетика

Источник: Bloomberg, Reuters Thomson

Приложение 2.3. Крупнейшие российские IPO (1996 – 2011 гг.)

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Биржа
1	Роснефть	Июль 2006	Нефть и газ	10 656	LSE, РТС, ММВБ
2	ВТБ	Май 2007	Банки и финансы	7 988	LSE, ММВБ, РТС
3	Русал	Январь 2010	Металлургия	2 238	HkSe
4	ПИК	Июнь 2007	Недвижимость	1 929	LSE, ММВБ, РТС
5	АФК Система	Февраль 2005	Телекоммуникации	1 557	LSE, РТС
6	Яндекс	Май 2011	Интернет	1 436	NASDAQ
7	AFI Development	Май 2007	Недвижимость	1 400	LSE
8	ТМК	Октябрь 2006	Металлургия	1 069	LSE, РТС, ММВБ
9	Уралкалий	Октябрь 2007	Удобрения	1 064	LSE, РТС
10	Северсталь	Ноябрь 2006	Металлургия	1 063	LSE, РТС, ММВБ
11	Комстар	Февраль 2006	Телекоммуникации	1 062	LSE, МФБ
12	Mail.ru	Ноябрь 2010	Интернет	1 003	LSE
13	ОГК-2	Октябрь 2007	Энергетика	996	LSE, РТС, МФБ
14	Новатек	Июль 2005	Нефть и газ	966	LSE
15	ММК	Апрель 2007	Металлургия	965	LSE, ММВБ, РТС

Источник: Bloomberg, проспекты ценных бумаг

Приложение 3. Экзотические разновидности первичных публичных размещений и альтернативные способы привлечения капитала

В западной практике помимо IPO в его классическом понимании, рассмотренном в диссертации, существуют различные альтернативные пути компании к публичности и способы использования средств от размещения. Российский финансовый рынок пока еще недостаточно развит, и структуры сделок, описываемые далее, пока не применяются. К таким сделкам относятся размещение акций компании, созданной для целей поглощения (Special Purpose Acquisition company – SPAC), обратное слияние, альтернативное публичное размещение.

Размещение акций компании для целей поглощения

Традиционно на публичный рынок за капиталом обращаются компании, испытывающие потребность в финансировании своей деятельности, и, соотвественно, имеющие операционные активы, посредством которых эта деятельность ведется. Однако, есть компании, проводящие IPO, не имея при этом никаких активов, это так называемые special-purpose acquisition company или, сокращенно, SPAC.

Покупка акций компании, созданной для целей поглощения, позволяет инвесторам, работающим на публичных рынках капитала, инвестировать в частные компании и, фактически, открывает доступ на рынок прямых инвестиций. Компания, созданная для целей поглощения, - юридически чистая компания-оболочка, не имеющая операционного бизнеса, становится публичной для того, чтобы на выручку от размещения акций приобрести действующий бизнес.

SPAC учреждается небольшой группой отраслевых специалистов, которые приобретают акции компании по номинальной стоимости, а после размещения сохраняют до 20% в капитале компании, но основатели компании должны сохранить значительную долю участия в бизнесе. Основные направление деятельности учредителей компании-оболочки -

поиск потенциальных целей для поглощения и организация сделки поглощения.

Отличительной чертой компании, созданной для целей поглощения, является возможность участия инвесторов в голосовании по потенциальным транзакциям и получения денежной компенсации из специального фонда (траста), который формируется из привлеченных в ходе публичного размещения средств, если они голосуют против предлагаемой покупки.

При проведении IPO предлагается купить лот, состоящий из акции и 1-2 варрантов «в деньгах», дающих право приобретения обыкновенных акций в будущем в течение ближайших нескольких лет. От 85% до 100% привлеченных в процессе размещения средств аккумулируются в специальном фонде, созданном для финансирования поглощения. Компания должна подписать договор о намерениях по сделке в течение 12-18 месяцев (точная дата устанавливается в каждом конкретном случае в юридической документации), в противном случае компания будет вынуждена прекратить свою деятельность и вернуть средства фонда акционерам. Если договор о намерениях подписывается в установленные сроки, то сделка должна быть закрыта в течение 24 месяцев с момента размещения. Кроме того, компания-цель должна иметь рыночную стоимость, которая составляет не менее 80% стоимости чистых активов компании-оболочки на момент поглощения, а сделка должна быть одобрена квалифицированным большинством акционеров SPAC.

Обратные слияния и публичные размещения

Обратное слияние (reverse takeover) или обратное первичное публичное размещение (reverse IPO) - это приобретение частной компанией публичной с целью стать публичной без сложной и продолжительной процедуры выхода на публичный рынок[146].

---

[146] David N. Feldman, Steven Dresner «Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO», Bloomberg press, 2006

В процессе обратного слияния акционеры частной компании покупают контроль над публичной компанией-оболочкой и затем сливают ее с частной компанией. Акционеры частной компании получают большинство акций публичной компании и, вместе с тем, контроль над ее советом директоров.

Компания-оболочка выпускает акции в пользу частной компании. Акционеры частной компании расплачиваются за акции компании-оболочки передачей своих акций этой компании, над которой они получают контроль. Таким образом, происходит обмен и изменение контроля: частная компания становится публичной.

Альтернативное публичное размещение

Альтернативное публичное размещение (Alternative Public Offering или сокращенно APO) – это сочетание процедуры обратного слияния и частного размещения публичной компании.

От обратного слияния альтернативное публичное размещение отличает одновременное привлечение средств через частное размещение публичной компании (PIPE raise). По своей сути это разновидность частного размещения публичной компании. Акции, как правило, продаются с дисконтом к текущей рыночной цене инвесторам, которые покупают высокорисковые активы.

Приложение 4. Российские акции на зарубежных биржах до 1917 года

Акции российских компаний в начале XX в. пользовались хорошим спросом среди иностранных инвесторов на европейских биржах. Акции российских акционерных обществ появились за границей еще во второй половине XIX века, но стали заметным явлением на западноевропейском фондовом рынке только к концу века. По количеству российских акций первое место занимала Парижская биржа, второе – Брюссельская, третье – Лондонская, четвертое – Амстердамская.

Парижская биржа. С конца XIX столетия центром притяжения для российских компаний стала Франция. Кроме государственных займов, закладных листов, облигаций железных дорог и городских займов на французском рынке появились акции российских металлургических, каменноугольных и нефтяных предприятий.

Преобладающее положение на Парижской бирже занимали акции российских металлургических и механических предприятий. Из общего количества котировавшихся на парижском фондовом рынке акций российских компаний (71 в «паркете» и «кулиссе» вместе взятые) наибольшее число приходилось на металлургические бумаги – 28 предприятий. Среди них 14 являлись лучшими русскими заводами, входившими в синдикат «Продамета». Достаточно сильное влияние Парижская биржа имела в другом русском предпринимательском союзе – каменноугольном синдикате «Продуголь».

В начале XX века на парижский рынок стали проникать и ценные бумаги нефтяных компаний. Параллельно с повышением цен на нефть в мире и возрастанием в связи с этим доходностью нефтедобывающих предприятий, русские нефтяные бумаги завоевывали симпатии Парижской биржи. Всего в Париже котировались акции 12 (в Петербурге – 17) русских нефтяных кампаний.

Брюссельская биржа. В бюллетене Брюссельской биржи, занимавшей второе место по количеству обращавшихся русских бумаг, российские

ценности также занимали видное место. Впервые русские акции «la Dneprovinne» появились в Бельгии на фондовом рынке в конце 80-х годов XIX в. после основания Южнорусского Днепровского металлургического общества.

Преобладали акции трамвайных обществ, акции металлургических и механических заводов, акции каменноугольных предприятий.

Лондонская биржа. На Лондонской бирже котировалась 123 вида русских ценных бумаг, из них 79 акций торгово-промышленных предприятий. Среди допущенных к котировке на Лондонской бирже русских ценностей преобладали акции нефтяных обществ (55).

Берлинская биржа. Значительно меньшее влияние на русские бумаги накануне Первой мировой войны имела Берлинская биржа, потерявшая на рубеже XIX-XX вв. былое значение. В Берлине котировались акции девяти русских коммерческих банков и акции 26 промышленных предприятий.

Акции русских предприятий можно разделить на две категории: акции четырех самостоятельно действующих в России предприятий и акции 22 немецких обществ, открыто или под видом самостоятельных обществ имевших отделения в России. Из всех имевшихся на Берлинской бирже русских промышленных ценностей обороты происходили только с одной-единственной бумагой – акциями Нобеля.

Амстердамская биржа. На Амстердамской фондовой бирже из русских бумаг обращались в основном государственные займы. На Амстердамской бирже находились в котировке акции Нобель, Русского для внешней торговли банка и акции пяти русско-английских нефтяных предприятий.

Источник: Лизунов П.В. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX — начало XX вв.) // Экономическая история. Ежегодник. 2001. М.: РОССПЭН, 2002. С. 206-241.

Приложение 5. Направления использования средств российских компаний, привлеченных от IPO (20 крупнейших российских IPO 1996-2011 гг.)

№	Компания-эмитент	Дата	Объем IPO, млн. долл.	Использование поступлений от IPO
1	Роснефть	14.07.2006	10 656	Выплата долгов, финансирование операционной деятельности
2	ВТБ	11.05.2007	7 988	Развитие и расширение бизнеса, включая развития розничного банка
3	Русал	27.01.2010	2 238	Реструктуризация задолженности
4	ПИК	01.06.2007	1 929	Выплата долга, инвестиции в проекты в сфере девелопмента и недвижимости
5	АФК Система	09.02.2005	1 557	Участие в приватизации Связьинвеста, Укртелекома, Казахтелекома, Развитие существующего бизнеса
6	Яндекс	23.05.2011	1 438	Около 70% от объема размещения получил продающий акционер, остальные средства на финансирование инвестиционных проектов Компании
7	AFI Development	03.05.2007	1 400	Инвестиции в портфель существующих проектов
8	Трубная металлургическая компания	31.10.2006	1 069	Инвестиционная программа, операционная деятельность, выкуп акций
9	Уралкалий	12.10.2007	1 064	Все средства продающим акционерам
10	Северсталь	08.11.2006	1 063	Модернизация производственных линий, поглощения, развитие бизнеса
11	Комстар-Объединенные Телесистемы	07.02.2006	1 062	Финансирование региональной экспансии: развитие инфраструктуры и поглощения на рынках России и СНГ
12	Mail.ru	05.11.2010	1 003	Преимущественно продажа акционером
13	ОГК-2	04.10.2007	996	Строительство новых энергомощностей
14	Фармстандарт	04.05.2007	995	Вся выручка от размещения - продающим акционерам
15	ММК	24.04.2007	965	Инвестиции в модернизацию и развитие производства
16	НМТП	02.11.2007	955	Вся выручка - продающим акционерам
17	Новатек	21.07.2005	878	Реструктуризация задолженности
18	Группа ЛСР	15.11.2007	772	Расширение портфеля, модернизация завода и оборудования, строительство новых заводов по производству строительных материалов
19	Интегра	22.02.2007	768	Обслуживание долга, финансирование поглощений, органический рост
20	БК Евразия	02.11.2007	719	Выплата долга, приобретение буровых установок, переоснащение старых и финансирование поглощений

Приложение 6. Потенциальные инвесторы в ценные бумаги различных котировальных листов

Источник инвестирования	Средства инвестора	Котир. списки					Внесписок
		А1	А2	Б	В	И	
Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)	Пенсионные резервы	+	+	+	+	+	+
	Пенсионные накопления	+	-	-	-	-	-
Пенсионный фонд Российской Федерации	Пенсионные накопления	+	-	-	-	-	-
Страховые компании	Собственные средства	+	-	-	-	-	-
	Средства страховых резервов	+	-	-	-	-	-
Фонд обязательного страхования вкладов физических лиц*	Временно свободные денежные средства	+	+	+	-	-	+**
Накопительно - ипотечная система жилищного обеспечения военнослужащих	Накопления для жилищного обеспечения	+	+	+	+	+	+
Акционерные / паевые инвестиционные фонды (АИФ / ПИФ)***	Инвестиционные резервы / Имущество пайщиков, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Общие фонды банковского управления (ОФБУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Доверительное управление (ДУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем (Маржинальные сделки)	Обеспечение обязательств клиента под залог ценных бумаг	+	+	+	+	+	-
	Кредитование ценными бумагами	+	+	+	+	+	-
	Кредитование денежными средствами	+	+	+	+	+	+

* не размещаются в акции, паи, облигации кредитных организаций;
** только акции и облигации, соответствующие требованиям, установленным Министерством финансов Российской Федерации
*** большинство категорий фондов

Приложение 7. IPO компаний малой и средней капитализации

1. Европейские площадки.

Ведущие европейские биржи в 90-х годах создали инфраструктуру для размещений небольших компаний как соответствующие сектора - AIM (LSE), Alternext (NYSE Euronext), Entry Standard (Deutsche Bourse), STAR (Borsa Italiana), и многие другие, так и отдельные площадки для торговли альтернативными активами: Nasdaq Portal, NYPPEX, где участники - квалифицированные инвесторы (QIBs).

2. New Connect

Наиболее успешной из недавно запущенных площадок (2007) стала польская New Connect (Варшава).

Ключевые показатели:

- По состоянию на ноябрь 2011 года на рынке котируется 300 компаний, средняя капитализация – $ 5 млн., всего привлечено около - $ 500 млн.);
- Отраслевая принадлежность: высокие технологии (33%), розничная торговля (22%).

Факторы успеха New Connect:

- Государственная поддержка эмитентов
- Широкая сеть уполномоченных советников – в каждом крупном городе
- Значительная доля частных инвесторов (до 90% оборота по некоторым эмитентам дают частные инвесторы)
- Большая часть размещений – частные, меньшие регулятивные требования (не нужен проспект)
- Успешные маркетинговые мероприятия (бесплатные роуд-шоу для эмитентов)

Программа господдержки эмитентов:

- Компенсация затрат на уполномоченного советника – до 50% (кроме затрат на размещение)
- Помощь предоставляется компаниям с выручкой не более EUR 50 млн., числом сотрудников – не более 250, активами – не более EUR 43 млн.
- Общий объем средств в рамках данной программы – EUR 33 млн. – финансируется из госбюджета и за счет средств ЕС. Реализуется Агентством Развития Предпринимательства (PARP) через Операционную Программу поддержки Инновационной Экономики (OP IE), бюджет PARP - EUR 3.9 млрд.

3. Российская инфраструктура.

В России ММВБ запустила аналогичный проект - ИРК. На ИРК используется та же торговая платформа, расчеты, что и на основных

торгах. В Сектор ИРК можно попасть через любой из котировальных списков. Эмитент должен соответствовать требованиям Сектора ИРК и выбранному уровню листинга.

Критерии отбора:

- Капитализация < 15 млрд. руб.
- Высокотехнологичные сектора экономики
- Использование / внедрение новых технологий;
- Рост объема продаж > 20% по сравнению с предыдущим годом.

Дополнительное раскрытие информации:

- Инвестиционный меморандум
- Корпоративный календарь
- Наличие листингового агента

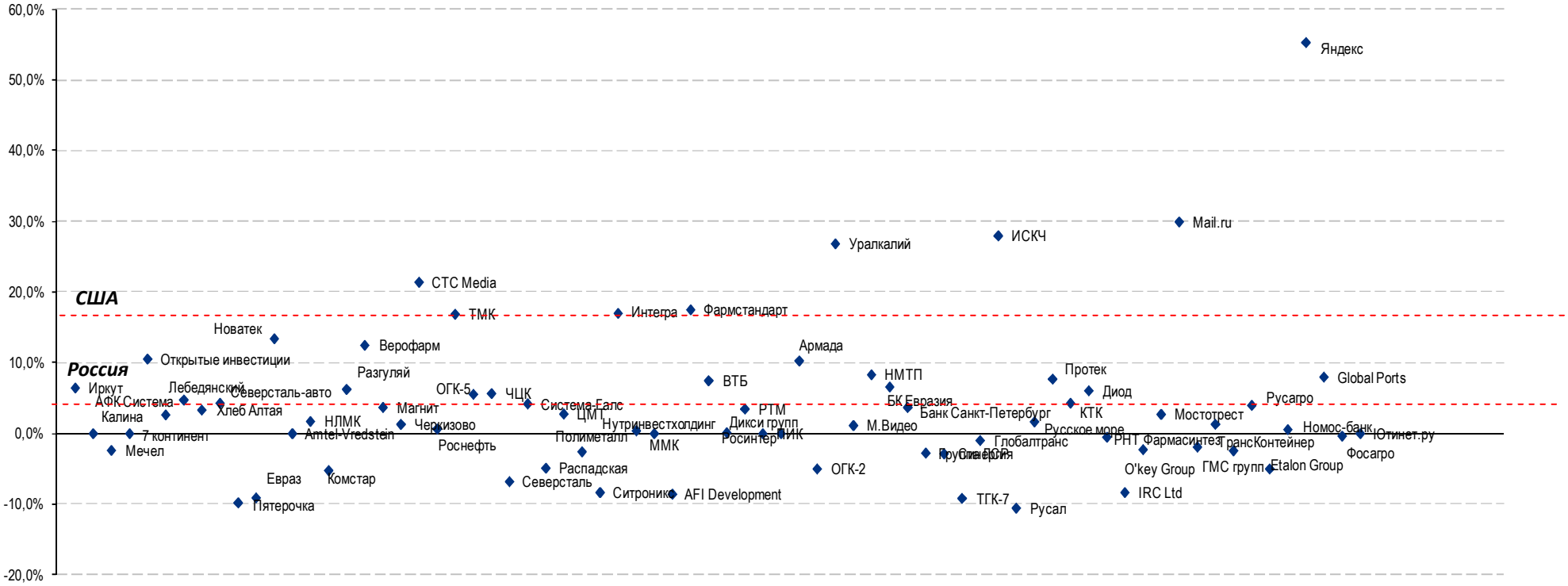
На базе ИРК в июне 2009 ММВБ совместно с Госкорпорацией «РОСНАНО» создан новый биржевой сектор - Рынок инноваций и инвестиций.

В рамках нового сектора функционируют 3 сегмента, рассчитанные на компании с различной степенью зрелости, капитализации и групп инвесторов:

- Сектор ИРК – биржевой сектор, позволяющий инновационным компаниям проводить публичные размещения (IPO/SPO) и допускать ценные бумаги ко вторичному обращению во всех режимах торгов на ФБ ММВБ. Капитализация эмитента при выводе акций на торги должна быть не менее 50 млн. руб. и не более 15 млрд. руб. В случае вывода акций в Сектор ИРК эмитенту доступны все типы инвесторов, осуществляющие операции на ФБ ММВБ.
- ИРК-2 – режим для проведения частных размещений с использованием биржевых технологий и листинга. Вторичное обращение осуществляется среди квалифицированных инвесторов в рамках торговых технологий, ориентированных на торговлю крупными пакетами (в Режиме Переговорных Сделок (РПС)).
- Информационная доска – web-ресурс, направленный на создание механизмов привлечения инвестиций инновационными компаниями на ранних стадиях развития. В рамках ресурса, «покупатели» и «продавцы» могут размещать предложения о продаже доли в компании/ проекте и устанавливать контакты для совершения сделок

Источник: инвестиционные меморандумы компаний, размещавшихся на ИРК (РИИ) ММВБ – Финам-IT, O2TB, Армада, НЕКК, Институт стволовых клеток; Правила проведения торгов по ценным бумагам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ» (micex.ru).

Приложение 8. Первоначальная доходность российского рынка



Примечание: Первоначальная доходность – это прирост стоимости акций в первый день торгов на бирже по отношению к цене размещения.

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты автора.

Приложение 9. Сравнение первоначальных доходностей национальных рынков

	Страна	Выборка	Период	Доходность
1	Австралия	1462	1976-2010	22,8%
2	Австрия	102	1971-2010	6,3%
3	Аргентина	20	1991-1994	4,4%
4	Бельгия	114	1984-2006	13,5%
5	Болгария	9	2004-2007	35,7%
6	Бразилия	275	1979-2011	33,7%
7	Великобритания	4267	1959-2010	16,2%
8	Германия	721	1978-2010	24,7%
9	Гонконг	1259	1980-2010	15,4%
10	Греция	373	1976-2011	50,8%
11	Дания	145	1984-2006	8,1%
12	Израиль	348	1990-2006	13,8%
13	Индия	2811	1990-2007	92,7%
14	Индонезия	361	1989-2010	26,3%
15	Иран	279	1991-2004	22,4%
16	Ирландия	31	1999-2006	23,7%
17	Испания	128	1986-2006	10,9%
18	Италия	273	1985-2009	16,4%
19	Канада	696	1971-2010	6,7%
20	Кипр	51	1999-2002	23,7%
21	Китай	2102	1990-2010	137,4%
22	Корея	1593	1980-2010	61,6%
23	Малайзия	350	1980-2006	69,6%
24	Мексика	88	1987-1994	15,9%
25	Нигерия	114	1989-2006	12,7%
26	Нидерланды	181	1982-2006	10,2%
27	Новая Зеландия	214	1979-2006	20,3%
28	Норвегия	153	1984-2006	9,6%
29	Польша	224	1991-2006	22,9%
30	Португалия	28	1992-2006	11,6%
31	Россия	78	1996-2011	4,3%
32	Саудовская Аравия	76	2003-2010	264,5%
33	Иордания	53	1999-2008	149,0%
34	Сингапур	519	1973-2008	27,4%
35	США	12246	1960-2011	16,8%
36	Тайвань	1312	1980-2006	37,2%
37	Тайланд	459	1987-2007	36,6%
38	Турция	315	1990-2008	10,6%
29	Филиппины	123	1987-2006	21,2%
40	Финляндия	162	1971-2006	17,2%
41	Франция	697	1983-2010	10,5%
42	Чили	65	1982-2006	8,4%
43	Швейцария	159	1983-2008	28,0%
44	Швеция	406	1980-2006	27,3%
45	Шри Ланка	105	1987-2008	33,5%
46	ЮАР	285	1980-2007	18,0%
47	Япония	3100	1970-2010	40,4%
Минимум				**4,3%**
Максимум				**264,5%**
Среднее				**33,8%**

Источник: данные по зарубежным рынкам – Д. Риттер (http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm), данные по российскому рынку – расчеты автора

Приложение 10. Анализ доходности IPO российских компаний

Приложение 10.1. Российские компании

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Валюта	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	1996													
1	Вымпелком	Ноябрь 1996	Телекоммуникации	111	20%	NYSE	USD	20,5	19,5	20,5	42,0%	31,7%	15,2%	15,2%
	1999													
1	Golden Telecom	Сентябрь 1999	IT	56	20%	NASDAQ	USD	12,0	16,0	18,5	-11,5%	-15,2%	-24,0%	166,7%
	2000													
1	MTS	Июнь 2000	Телекоммуникации	323	15%	NYSE	USD	21,5	19,0	25,0	4,1%	0,7%	-1,2%	11,6%
	2002													
1	Вимм-Билль-Данн	Февраль 2002	Продукты питания	207	25%	NYSE	USD	19,5	18,5	21,5	15,9%	10,0%	19,7%	-7,9%
3	РБК	Апрель 2002	Медиа	13	16%	РТС, ММВБ	USD	0,8	0,8	0,9	10,8%	14,5%	-7,2%	-25,3%
	2003													
1	Аптека 36'6	Январь 2003	Ритейл	14	20%	РТС, ММВБ	USD	9,0	11,0	16,0	0,0%	7,8%	0,0%	7,8%
	2004													
1	Иркут	Март 2004	Машиностроение	127	23%	РТС, ММВБ	USD	0,6	0,5	0,7	6,5%	4,8%	0,0%	-4,8%
2	Калина	Апрель 2004	Потребительские товар	53	29%	РТС, ММВБ	USD	19,0	18,4	20,5	0,0%	1,8%	4,2%	-12,1%
3	Мечел	Октябрь 2004	Металлургия	291	10%	NYSE	USD	21,0	19,0	21,0	-2,4%	2,9%	1,9%	6,4%
4	7 континент	Ноябрь 2004	Ритейл	81	13%	РТС, ММВБ	USD	9,6	9,2	10,3	0,0%	4,3%	3,9%	3,8%
5	Открытые инвестиции	Ноябрь 2004	Недвижимость	69	39%	РТС	USD	49,8	42,8	52,3	10,6%	26,6%	22,6%	5,9%
	Среднее			**124**	**23%**						**2,9%**	**8,1%**	**6,5%**	**-0,2%**
	Медиана			**81**	**23%**						**0,0%**	**4,3%**	**3,9%**	**3,8%**
	2005													
1	АФК Система	Февраль 2005	Телекоммуникации	1 557	19%	LSE, РТС	USD	17,0	15,0	19,5	2,6%	3,8%	8,8%	45,3%
2	Лебедянский	Март 2005	Продукты питания	151	20%	РТС, ММВБ	USD	37,2	34,8	38,5	4,8%	4,8%	2,1%	66,5%
3	Хлеб Алтая	Март 2005	Продукты питания	8	10%	РТС, ММВБ	USD	0,9	1,0	1,1	3,3%	3,3%	1,1%	-8,6%
4	Северсталь-авто	Апрель 2005	Машиностроение	135	26%	РТС, ММВБ	USD	15,1	15,8	17,8	4,3%	0,1%	-1,3%	62,3%
5	Пятерочка	Май 2005	Ритейл	639	30%	LSE	USD	13,0	13,0	16,0	-9,8%	-10,7%	-4,4%	40,7%
6	Евраз	Июнь 2005	Металлургия	422	8%	LSE	USD	14,5	13,5	17,0	-9,1%	-12,0%	-12,5%	53,6%
7	Новатек	Июль 2005	Нефть и газ	966	17%	LSE	USD	16,8	14,8	16,8	13,4%	24,5%	34,9%	159,7%
8	Amtel-Vredstein	Ноябрь 2005	Шины	202	27%	LSE	USD	11,0	13,0	16,0	0,0%	-0,2%	-11,4%	-62,3%
9	НЛМК	Декабрь 2005	Металлургия	649	7%	LSE	USD	14,5	-	-	1,7%	-1,4%	8,3%	61,4%
	Среднее			**525**	**18%**						**1,3%**	**1,4%**	**2,8%**	**46,5%**
	Медиана			**422**	**19%**						**2,6%**	**0,1%**	**1,1%**	**53,6%**

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Валюта	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	2006													
1	Комстар	Февраль 2006	Телекоммуникации	1 062	35%	LSE, МФБ	USD	7,3	6,5	8,0	-5,2%	-3,4%	-2,1%	24,1%
2	Разгуляй	Март 2006	Потребительские товар	144	28%	РТС, ММВБ	USD	4,8	4,0	4,8	6,3%	9,3%	14,4%	-18,3%
3	Верофарм	Апрель 2006	Фармацевтика	140	50%	РТС	USD	28,0	24,0	29,0	12,5%	11,4%	-8,9%	64,3%
4	Магнит	Апрель 2006	Ритейл	380	19%	РТС, ММВБ	USD	27,0	24,0	28,0	3,7%	3,3%	-7,6%	72,2%
5	Черкизово	Май 2006	Продукты питания	228	28%	LSE, РТС, МФБ	USD	15,3	14,8	20,3	1,3%	-1,6%	-3,3%	-4,1%
6	CTC Media	Июнь 2006	Медиа	381	18%	NASDAQ	USD	14,0	13,5	15,5	21,4%	21,5%	30,4%	81,1%
7	Роснефть	Июль 2006	Нефть и газ	10 656	13%	LSE, РТС, ММВБ	USD	7,6	7,2	7,9	0,7%	-1,6%	-0,5%	17,2%
8	ТМК	Октябрь 2006	Металлургия	1 069	23%	LSE, РТС, ММВБ	USD	21,6	18,4	21,6	16,9%	28,2%	36,6%	106,0%
9	ОГК-5	Октябрь 2006	Энергетика	459	14%	РТС, ММВБ	USD	0,1	0,1	0,1	5,6%	10,6%	26,1%	90,6%
10	ЧЦК	Ноябрь 2006	Металлургия	314	35%	LSE, РТС, ММВБ	USD	16,8	12,8	15,5	5,7%	0,8%	1,8%	-17,9%
11	Северсталь	Ноябрь 2006	Металлургия	1 063	10%	LSE, РТС, ММВБ	USD	12,5	11,0	13,5	-6,8%	-8,0%	-8,9%	89,6%
12	Система-Галс	Ноябрь 2006	Недвижимость	432	18%	LSE, ММВБ, МФБ	USD	10,7	9,6	11,5	4,2%	11,5%	17,3%	-7,5%
13	Распадская	Ноябрь 2006	Уголь	317	18%	РТС, ММВБ	USD	2,3	2,0	2,5	-4,9%	-10,7%	-14,2%	126,7%
14	ЦМТ	Декабрь 2006	Недвижимость	105	18%	РТС, ММВБ	USD	0,5	0,5	0,6	2,8%	5,6%	3,7%	26,9%
	Среднее			**1 196**	**23%**						**4,6%**	**5,5%**	**6,1%**	**46,5%**
	Медиана			**380**	**18%**						**4,0%**	**4,4%**	**0,6%**	**45,6%**

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Валюта	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	2007													
1	Полиметалл	Февраль 2007	Металлургия	605	25%	LSE, ММВБ, РТС	USD	7,8	7,3	9,5	-2,6%	0,0%	-9,4%	6,5%
2	Ситроникс	Февраль 2007	Электроника	371	18%	LSE, РТС, МФБ	USD	12,0	12,0	15,0	-8,3%	-2,5%	-10,4%	-45,6%
3	Интегра	Февраль 2007	Нефтесервис	768	31%	LSE	USD	16,8	13,8	16,8	17,0%	8,4%	13,4%	-18,2%
4	ММК	Апрель 2007	Металлургия	965	9%	LSE, ММВБ, РТС	USD	12,5	12,3	15,5	0,4%	1,2%	-2,0%	39,2%
5	Нутринвестхолдинг	Апрель 2007	Продукты питания	200	23%	ММВБ, РТС	USD	53,0	53,0	63,0	0,0%	-3,3%	-11,8%	-3,8%
6	AFI Development	Май 2007	Недвижимость	1 400	19%	LSE	USD	14,0	10,0	13,0	-8,6%	-13,2%	-15,7%	-48,2%
7	Фармстандарт	Май 2007	Фармацевтика	952	43%	LSE, ММВБ, РТС	USD	14,6	11,6	14,6	17,5%	15,5%	15,1%	80,1%
8	ВТБ	Май 2007	Банки и финансы	7 988	23%	LSE, ММВБ, РТС	USD	10,6	8,8	10,8	7,5%	8,0%	4,2%	-25,2%
9	Дикси групп	Май 2007	Ритейл	360	42%	ММВБ, РТС	USD	14,4	14,4	15,8	0,1%	-0,7%	-3,1%	1,0%
10	РТМ	Май 2007	Недвижимость	92	30%	РТС	USD	2,3	2,2	2,8	3,5%	3,5%	13,0%	-4,3%
11	ПИК	Июнь 2007	Недвижимость	1 929	16%	LSE, ММВБ, РТС	USD	25,0	25,0	31,0	0,0%	-4,0%	0,0%	25,2%
12	Росинтер Ресторантс	Июнь 2007	Рестораны	100	31%	РТС	USD	32,0	31,0	43,0	-	10,6%	10,6%	53,1%
13	Армада	Июль 2007	IT	30	17%	ММВБ, РТС	USD	14,9	10,4	16,4	10,3%	10,3%	2,2%	50,6%
14	ОГК-2	Октябрь 2007	Энергетика	996	19%	LSE, РТС, МФБ	USD	16,0	14,5	18,0	-5,0%	-3,9%	-1,9%	-57,8%
15	Уралкалий	Октябрь 2007	Удобрения	1 064	14%	LSE, РТС	USD	17,5	14,0	17,5	26,9%	21,0%	35,4%	40,0%
16	М.Видео	Ноябрь 2007	Ритейл	365	29%	ММВБ, РТС	USD	7,0	6,8	7,3	1,2%	1,0%	-12,9%	-89,9%
17	НМТП	Ноябрь 2007	Транспорт	955	15%	LSE, ММВБ, РТС	USD	19,2	15,2	19,2	8,3%	10,7%	5,5%	-71,9%
18	БК Евразия	Ноябрь 2007	Нефтесервис	719	20%	LSE, ММВБ, РТС	USD	23,5	20,8	27,2	6,6%	16,0%	7,4%	-76,6%
19	Банк Санкт-Петербург	Ноябрь 2007	Банки и финансы	274	18%	РТС, ММВБ	USD	5,4	4,4	5,7	3,7%	1,9%	-4,6%	-76,9%
20	Группа ЛСР	Ноябрь 2007	Недвижимость	772	11%	LSE, ММВБ, РТС	USD	14,5	13,0	16,5	-2,8%	-6,6%	-0,7%	-87,6%
21	Синергия	Ноябрь 2007	Алкоголь	190	19%	ММВБ, РТС	USD	70,0	61,0	72,0	-2,9%	-6,4%	-7,1%	-70,0%
	Среднее			**1 005**	**22%**						**3,6%**	**3,2%**	**1,3%**	**-18,1%**
	Медиана			**719**	**19%**						**0,8%**	**1,2%**	**-0,7%**	**-18,2%**
	2008													
1	ТГК-7	Март 2008	Энергетика	466	13%	РТС	RUB	2,9	2,9	3,0	-9,2%	-15,8%	-15,8%	-95,8%
2	Глобалтранс	Апрель 2008	Транспорт	470	30%	LSE	USD	13,3	11,5	15,0	-1,0%	2,0%	16,1%	-73,6%
	Среднее			**468**	**22%**						**-5,1%**	**-6,9%**	**0,1%**	**-84,7%**
	Медиана			**468**	**22%**						**-5,1%**	**-6,9%**	**0,1%**	**-84,7%**

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Валюта	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	2009													
1	ИСКЧ	Декабрь 2009	Биотехнологии	5	20%	ММВБ	**USD**	0,31	0,31	0,38	28,0%	28,4%	127,4%	93,9%
	Среднее			**5**	**21%**									
	Медиана			**5**	**20%**									
	2010													
1	Русал	Январь 2010	Цветная металлургия	2 238	11%	Гонконг	USD	1,4	1,2	1,6	-10,6%	-11,9%	-27,3%	11,9%
2	Русское море	Апрель 2010	Потребительские товары	90	19%	РТС, ММВБ	USD	6,0	6,0	8,0	1,7%	-2,5%	-23,3%	-58,5%
3	Протек	Апрель 2010	Фармацевтика	400	20%	РТС, ММВБ	USD	3,5	3,1	4,5	7,7%	11,4%	-2,9%	-59,4%
4	Кузбасская топливная компания	Май 2010	Уголь	96	26%	РТС, ММВБ	USD	6,5	6,5	7,5	4,3%	0,0%	-7,7%	19,2%
5	Диод	Июнь 2010	Фармацевтика	10	10%	РТС, ММВБ	USD	1,1	1,0	1,3	6,1%	0,9%	-1,6%	-14,4%
6	РНТ	Июль 2010	Технология	10	18%	ММВБ	USD	2,7	2,6	3,8	-0,5%	0,0%	0,1%	-17,4%
7	IRC Ltd	Октябрь 2010	Железная руда	205	31%	Гонконг	USD	0,2	0,3	0,4	-8,3%	-9,4%	-14,4%	-39,4%
8	O'key Group	Ноябрь 2010	Ритейл	430	15%	LSE	USD	11,0	9,9	12,9	-2,3%	-0,9%	21,8%	-33,2%
9	Мостотрест	Ноябрь 2010	Строительство	388	25%	РТС, ММВБ	USD	6,3	6,3	8,0	2,7%	3,0%	28,0%	-9,4%
10	Mail.ru	Ноябрь 2010	Интернет	1 003	18%	LSE	USD	27,7	23,7	27,7	30,0%	33,0%	41,5%	19,2%
11	ТрансКонтейнер	Ноябрь 2010	Транспорт	400	35%	LSE	USD	7,9	7,9	9,9	-1,9%	-3,8%	23,4%	7,7%
12	Фармасинтез	Ноябрь 2010	Фармацевтика	18	30%	ММВБ	USD	0,8	0,7	1,0	1,3%	-6,6%	3,2%	-
	Среднее			**441**	**21%**						**2,5%**	**1,1%**	**3,4%**	**-15,8%**
	Медиана			**297**	**20%**						**1,5%**	**-0,5%**	**-0,7%**	**-14,4%**
	2011													
1	ГМС групп	Февраль 2011	Машиностроение	360	35%	LSE	USD	8,3	9,3	12,0	-2,4%	-1,4%	-0,6%	-
2	Русагро	Апрель 2011	Сельское хозяйство	330	20%	LSE	USD	15,0	14,5	18,3	4,0%	3,3%	0,0%	-
3	Etalon Group	Апрель 2011	Недвижимость	575	28%	LSE	USD	7,0	7,0	9,0	-5,0%	-3,7%	-3,6%	-
4	Номос-банк	Апрель 2011	Банки	782	22%	LSE, ММВБ, РТС	USD	17,5	16,0	18,5	0,6%	0,3%	-4,5%	-
5	Яндекс	Май 2011	Интернет	1 435	44%	NASDAQ	USD	25,0	24,0	25,0	55,4%	33,8%	24,7%	-
6	Global Ports	Июнь 2011	Перевозки	588	23%	LSE	USD	15,0	14,7	16,1	8,0%	17,3%	14,3%	-
7	Фосагро	Июль 2011	Удобрения	538	10%	LSE, ММВБ	USD	14,0	13,0	16,5	-0,4%	3,6%	-14,6%	-
8	Юпинет.ру	Июль 2011	Интернет	14	10%	ММВБ	USD	6,9	6,2	6,9	0,0%	-9,2%	-11,3%	-
	Среднее			**578**	**24%**						**7,5%**	**5,5%**	**0,6%**	**-**
	Медиана			**557**	**22%**						**0,3%**	**1,8%**	**-2,1%**	**-**
	Среднее по рынку 1996-2011			**702**	**21,9%**						**4,3%**	**4,1%**	**4,4%**	**8,8%**
	Медиана по рынку 1996-2011			**368**	**20,0%**						**1,7%**	**1,8%**	**0,0%**	**5,9%**
	Среднее по рынку 1996-2011*										**2,4%**	**2,6%**	**1,8%**	

*иск. IPO Yandex, Mail.ru, Вымпелком и размещения объемом менее 10 млн. долл.

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты автора

Приложение 10.2. Компании с российскими активами, зарегистрированные в иностранных юрисдикциях

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Рост цены в 1-й день
1	Sibir Energy	Апрель 1997	Нефть и газ	40,2	9%	AIM	47,0%
2	Petropavlovsk	Апрель 2002	Добыча	15,7	30%	AIM	6,5%
3	Highland Gold Mining	Декабрь 2002	Добыча	35,0	11%	AIM	5,3%
4	Trans-Siberian Gold	Ноябрь 2003	Нефть и газ	27,0	37%	AIM	-8,3%
5	Aricom	Декабрь 2003	Металлургия	7,1	28%	AIM	163,3%
6	Imperial Energy	Апрель 2004	Нефть и газ	1,5	-	AIM	12,0%
7	Victoria Oil & Gas	Июль 2004	Нефть и газ	18,0	83%	AIM	32,5%
8	Eastern Property	Апрель 2005	Недвижимость	55,0	-	SIX Swiss Ex	-
9	Рамблер	Июнь 2005	Медиа	44,7	26%	AIM / LSE	11,6%
10	Raven Russia	Июль 2005	Недвижимость	268,0	100%	AIM	15,0%
11	Urals Energy	Август 2005	Нефть и газ	113,9	35%	AIM / LSE	4,4%
12	West Siberian Resources	Сентябрь 2005	Нефть и газ	-	-	OMX	-
13	IMS	Декабрь 2005	Медиа	26,3	26%	AIM / LSE	3,3%
14	Zirax	Декабрь 2005	Химия	14,2	-	AIM	16,7%
15	Trader Media East	Февраль 2006	Медиа	650,0	100%	LSE	-5,4%
16	Amur Minerals	Март 2006	Добыча	7,0	14%	AIM	-0,8%
17	Aurora Russia	Март 2006	Банки и финансы	174,0	100%	AIM	5,0%
18	Baltic oil terminals	Апрель 2006	Нефть и газ	41,0	52%	AIM	17,0%
19	CAT Oil	Май 2006	Нефть и газ	372,0	40%	Frankfurt	23,3%
20	Petroneft Resources	Сентябрь 2006	Нефть и газ	16,5	-	AIM	9,8%
21	RGI International	Декабрь 2006	Недвижимость	192,0	29%	AIM / LSE	6,5%
22	Mirland	Декабрь 2006	Недвижимость	315,5	34%	AIM	1,8%
23	Timan Oil & Gas	Декабрь 2006	Нефть и газ	52,0	-	AIM	10,5%
24	Volga Gas	Апрель 2007	Нефть и газ	135,0	40%	AIM / LSE	6,3%
25	Black Earth Farming	Декабрь 2007	Сельское хозяйство	1680,0	28%	Stockholm	-
26	Exillon Energy	Декабрь 2009	Нефть и газ	100,8	32,3%	AIM	2,9%
	Среднее			**622,3**	**48%**		**16,8%**
	Медиана			**135,0**	**36%**		**6,5%**

Приложение 11. Анализ доходности IPO украинских и казахских компаний

Украина

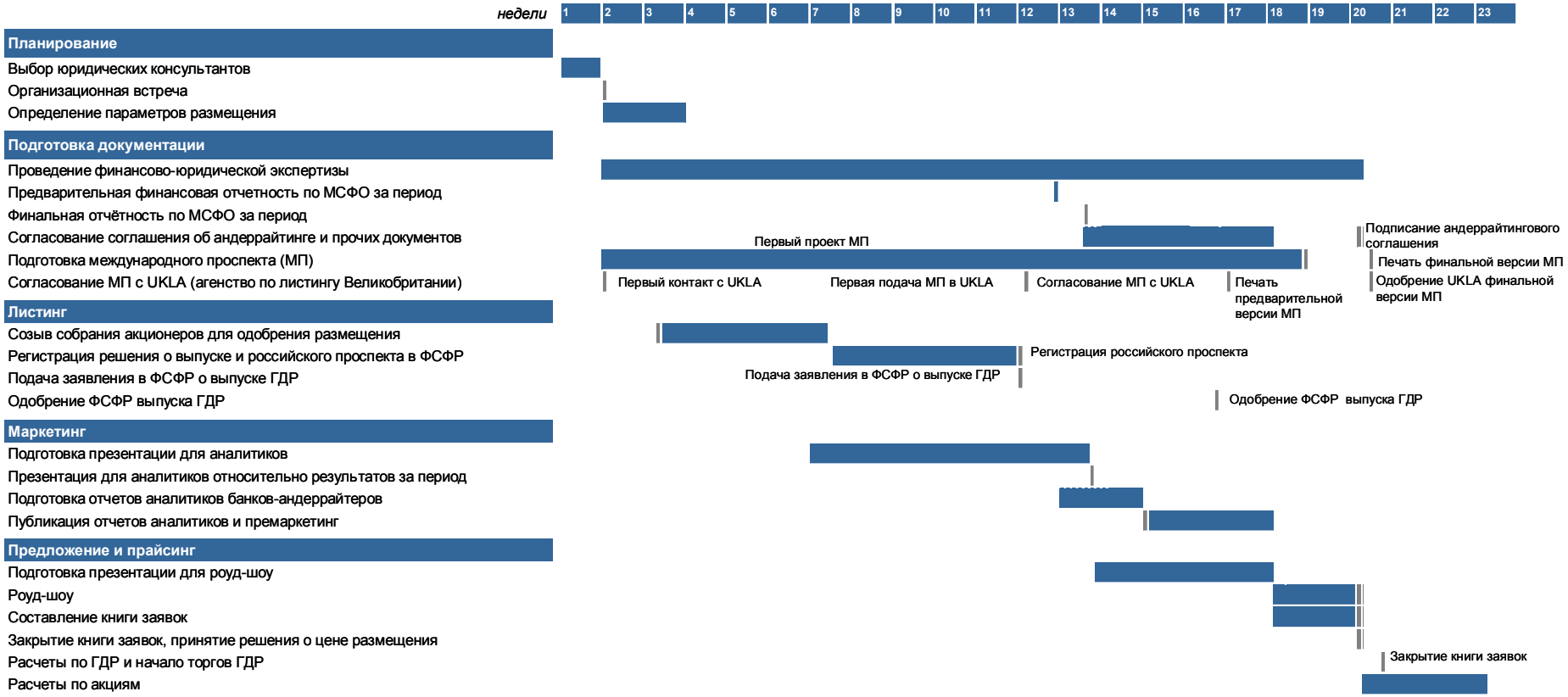
№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	1-й день	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	2005													
1	Ukrproduct Group	Февраль 2005	Сельское хозяйство	6	27%	AIM	53,5	-	-	61,0	14,0%	12,1%	15,9%	-25,2%
2	Cardinal Resources	Апрель 2005	Нефть и газ	11	38%	AIM	32,0	-	-	35,0	9,4%	7,8%	-1,6%	-43,8%
3	XXIC	Декабрь 2005	Недвижимость	139	36%	AIM	580,0	480,0	580,0	643,0	10,9%	22,4%	19,8%	25,0%
	Среднее			**52**	**34%**						**11,4%**	**14,1%**	**11,4%**	**-14,7%**
	2006													
1	Astarta Holding	Август 2006	Сельское хозяйство	31	20%	Варшава	19,0	16,0	21,5	19,1	0,5%	0,0%	-5,3%	-10,5%
	2007													
1	TMM	Май 2007	Недвижимость	105	13%	FSE	11,3	-	-	11,9	5,3%	9,3%	13,1%	27,6%
2	Dragon	Июнь 2007	Недвижимость	208	-	AIM	101,0	-	-	129,0	27,7%	31,7%	22,8%	27,7%
3	Ferrexpo	Июнь 2007	Металлургия	426	27%	LSE	140,0	130,0	175,0	150,0	7,1%	52,1%	31,4%	64,3%
4	Aisi Realty	Август 2007	Недвижимость	33	30%	AIM	32,5	-	-	37,6	15,6%	20,0%	18,5%	23,1%
5	Kernel	Ноябрь 2007	Сельское хозяйство	218	33%	Варшава	24,0	21,5	27,0	24,0	0,1%	0,1%	41,1%	41,3%
6	KDD Group	Декабрь 2007	Недвижимость	128	20%	AIM	200,0	200,0	265,0	208,0	4,0%	1,5%	1,5%	1,5%
	Среднее			**186**	**25%**						**10,0%**	**19,1%**	**21,4%**	**30,9%**
	2008													
1	Мироновский ХП	Май 2008	Сельское хозяйство	323	19%	LSE	15,0	14,0	18,5	16,2	8,0%	15,0%	29,2%	-78,3%
2	Cadogan Petrolium	Май 2008	Нефть и газ	153	29%	LSE	230,0	230,0	300,0	200,0	-13,0%	-21,3%	-27,8%	-92,4%
	Среднее			**238**	**24%**						**-2,5%**	**6,9%**	**10,8%**	
	2010													
1	Авангардко	Апрель 2010	Сельское хозяйство	188	20%	LSE	15,0	13,8	17,8	15,2	1,0%	-6,7%	-6,7%	28,7%
2	Агротон	Октябрь 2010	Сельское хозяйство	54	26%	Варшава	27,0	-	27,0	28,8	6,8%	14,6%	16,1%	-5,9%
3	Милкиленд	Декабрь 2010	Сельское хозяйство	78	22%	Варшава	33,8	-	33,8	36,0	6,6%	14,4%	32,6%	-
4	Садовая	Декабрь 2010	Добыча	30	25%	Варшава	8,6	-	17,5	10,4	21,4%	58,0%	40,2%	-
	Среднее			**87**	**23%**						**9,0%**	**20,1%**	**20,6%**	**11,4%**
	2011													
1	Агролига	Февраль 2011	Сельское хозяйство	1	17%	Варшава	81,0	-	-	103,7	28,0%	30,2%	18,5%	-
2	Coal Energy	Июль 2011	Добыча	81	25%	Варшава	20,0	-	32,0	19,2	-4,0%	-22,5%	-21,3%	-
3	Industrial Milk	Май 2011	Сельское хозяйство	29	21%	Варшава	10,8	-	21,0	11,1	2,3%	-0,9%	5,1%	-
4	KSG Agro	Май 2011	Сельское хозяйство	40	33%	Варшава	22,0	-	26,0	22,1	0,5%	-2,7%	19,5%	-
5	Ovostar	Июнь 2011	Сельское хозяйство	33	25%	Варшава	62,0	-	62,0	62,0	0,0%	-10,1%	-5,8%	-
6	Веста	Июнь 2011	Сельское хозяйство	48	25%	Варшава	11,8	-	17,3	12,0	2,1%	-0,4%	-6,4%	-
	Среднее			**39**	**24%**						**4,8%**	**-1,1%**	**1,6%**	
	Среднее по рынку (2005-2011)			**107**	**25,3%**						**7,0%**	**10,2%**	**11,4%**	**-1,2%**
	Медиана по рынку (2005-2011)			**65**	**25,0%**						**6,0%**	**8,6%**	**16,0%**	**12,3%**

Казахстан

№	Компания-эмитент	Дата IPO	Отрасль	Объем IPO, млн.$	Доля акций	Торговая площадка	Цена предлож.	Нижн. граница диапазона	Верх. граница диапазона	1-й день	Δ 1-й день	Δ 1-ая неделя	Δ 1-й месяц	Δ 1-й год
	2005													
1	Kazakhmys	Ноябрь 2005	Металлургия	1225	26%	LSE	5,4	4,6	5,45	5,45	0,9%	0,9%	3,3%	103,7%
2	KazakhGold	Декабрь 2005	Золото	176	25%	LSE	15	12	15	16,8	12,0%	23,7%	30,0%	36,7%
	Среднее			**701**	**26%**						**6,5%**	**12,3%**	**16,7%**	**70,2%**
	2006													
1	KazMunaiGas	Октябрь 2006	Нефть и газ	2030	38%	LSE, KASE	14,64	12,75	14,75	14,55	-0,6%	1,4%	3,5%	67,1%
2	Kazkommertsbank	Ноябрь 2006	Банки и финансы	1720	32%	LSE, KASE	18,5	13	18,5	20,5	10,8%	16,2%	24,3%	24,3%
3	ShalkiyaZinc	Декабрь 2006	Металлургия	102	25%	LSE	7,25	7	9	6,95	-4,1%	-1,7%	-3,4%	-2,6%
4	Halyk Savings Bank of Kazakhstan	Декабрь 2006	Банки и финансы	748	16%	LSE	16	16,5	16	21	31,3%	25,0%	37,5%	37,5%
	Среднее			**1 150**	**28%**						**9,3%**	**10,2%**	**15,5%**	**31,6%**
	2007													
1	Chagala Group	Февраль 2007	Недвижимость	120	58%	LSE	9,75	7,75	9,75	11	12,8%	7,7%	8,5%	-22,1%
2	Alliance Bank	Июль 2007	Банки и финансы	704	17%	LSE	14	14	17,3	12,8	-8,6%	-6,8%	-30,7%	-59,4%
3	Kazakhstan Kagazy	Июль 2007	Промышленность	273,5	52%	LSE	5	5	6,5	5,4	8,0%	10,0%	3,0%	2,0%
4	Eurasia NRC	Декабрь 2007	Металлургия	2720	21%	LSE	540	480	600	630	16,7%	13,0%	18,5%	18,5%
	Среднее			**954**	**37%**						7,2%	6,0%	-0,2%	-15,2%
	2008													
1	Zhaikmunai	Март 2008	Нефть и газ	100,0	9%	LSE	10,0	13,0	16,0	10,4	4,0%	6,3%	17,5%	-77,0%
2	Sunkar Resources	Июнь 2008	Удобрения	33,6	18%	AIM	120,0	-	-	110,5	-7,9%	-15,8%	-47,1%	-89,2%
	Среднее			**67**	**13%**						**-2,0%**	**-4,8%**	**-14,8%**	**-83,1%**
	Среднее по рынку (2005-2008)			**829**	**28%**						**6,3%**	**6,7%**	**5,4%**	**3,3%**
	Медиана по рынку (2005-2008)										**6,0%**	**7,0%**	**6,0%**	**10,3%**

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты автора

Приложение 12. Пример плана-графика IPO на РТС/ММВБ и Лондонской Фондовой бирже



Приложение 13. Методические рекомендации по выбору наиболее подходящей площадки для листинга на примере нефтедобывающей компании

13.1. Основные направления анализа биржевых площадок для листинга

	Лондонская фондовая биржа	Гонконгская фондовая биржа	NYSE-Euronext (Париж и Амстердам)	Франкфуртская фондовая биржа	Выводы
1. **Требования к листингу**	▪ Требования ЕС к ГДР	▪ Аналогичные требованиям ЕС	▪ Стандарты ЕС для листинга акций и ГДР	▪ Стандарты ЕС	▪ Нет значительных различий, однако инвесторы на LSE лучше знакомы со спецификой раскрытия информации эмитентами из СНГ
2. **Глубина рынка** ▪ Количество компаний	▪ 2 840	▪ 1 297	▪ 817	▪ 791	▪ Каждая из бирж предоставляет широкие возможности по привлечению капитала
3. **Ликвидность**	▪ Одинаковый среднедневной оборот акций как % рыночной капитализации компаний нефтяного сектора на биржах ▪ Оборот за 6 месяцев –	▪ Одинаковый среднедневной оборот акций как % рыночной капитализации компаний нефтяного сектора на биржах ▪ Оборот за 6 месяцев –	▪ Одинаковый среднедневной оборот акций как % рыночной капитализации компаний нефтяного сектора на биржах	▪ Компании нефтегазового сектора не торгуются	▪ Нет значительных различий между компаниями за исключением Франкфурта, где нефтегазовые компании не торгуются

	London Stock Exchange Лондонская фондовая биржа	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited 香港交易及結算所有限公司 Гонконгская фондовая биржа	NYSE Euronext Paris and Amsterdam NYSE-Euronext (Париж и Амстердам)	DEUTSCHE BÖRSE GROUP Франкфуртская фондовая биржа	Выводы
	15 млрд. долл.	6,4 млрд. долл.	▪ Париж: оборот за 6 месяцев – 4,9 млрд. долл. ▪ Амстердам: оборот за 6 месяцев – 2,1 млрд. долл.		
4. **Доступ к инвесторам**	▪ Доступ к крупнейшим инвесторам, специализирующимся на развивающихся рынках и секторе	▪ Доступ к инвесторам Гонконга и материкового Китая и отраслевым фондам ▪ Фонды, специализирующиеся на СНГ и развивающихся рынках имеют ограниченный доступ ▪ Некоторые фонды развивающихся рынков	▪ Доступ к широкой базе инвесторов, специализирующихся на развивающихся рынках, аналогичной LSE	▪ Доступ к широкой базе инвесторов, специализирующихся на развивающихся рынках, аналогичной LSE	▪ LSE предлагает проверенную базу инвесторов для эмитентов из СНГ ▪ Многие эмитенты рассматривают возможности листинга в Азии (особенно после IPO Русала) ▪ Глобальные фонды имеют доступ ко всем биржам, но небольшие – нет
5. **Аналитическое покрытие**	▪ Основные отраслевые аналитики по сектору работают из Лондона – наилучший доступ к инвестиционному сообществу	▪ В основном локальное аналитическое покрытие ▪ Сектор покрывают в основном небольшие инвестиционные банки	▪ Покрытие из Европейских финансовых центров и Лондона	-	▪ Покрытие компаний-конкурентов осуществляется отраслевыми аналитиками. Из Лондона осуществляется покрытие акций,

	Лондонская фондовая биржа	Гонконгская фондовая биржа	NYSE-Euronext (Париж и Амстердам)	Франкфуртская фондовая биржа	Выводы
					торгующихся на LSE и Euronext
6. **Интернационализация биржи**	▪ Высокий уровень интернационализации ▪ Торгуются 632 иностранных компании (22% эмитентов)	▪ Низкий уровень интернационализации, преимущественно национальные или азиатские компании ▪ 10 иностранных компаний (0,8%) ▪ Ориентируется на рост иностранных эмитентов, в основном за счет эмитентов из России и СНГ	▪ Средний уровень интернационализации ▪ 172 иностранные компании (15% эмитентов) ▪ Стратегия роста иностранных эмитентов	▪ Низкий уровень интернационализации	▪ LSE – наиболее интернационализирована ▪ HKSE- локальная биржа ▪ Euronext – скорее региональная биржа
7. **Включение в фондовый индекс**	▪ ГДР не включаются в индекс FTSE-100	▪ Возможно включение в HANG Seng ▪ Спрос фондов с пассивной стратегией на акции компании, включенной в индекс, меньше, чем на акции компаний, включенных в индекс CAC40 или FTSE-100	▪ Возможно включение в AEX и CAC40	▪ ГДР не включаются в DAX	▪ HDR потенциально могут быть включены в Hang Seng ▪ Euronext готов включать компании СНГ в свои индексы
8. **Оценка стоимости**	▪ Определяется компанией и сектором – влияние биржи	▪ Определяется компанией и сектором – влияние биржи	▪ Определяется компанией и сектором – влияние биржи	▪ Определяется компанией и сектором – влияние	▪ Нет оснований полагать, что какая-либо из бирж позволит

	Лондонская фондовая биржа	Гонконгская фондовая биржа	NYSE-Euronext (Париж и Амстердам)	Франкфуртская фондовая биржа	Выводы
компании	маловероятно	маловероятно	маловероятно	биржи маловероятно	получить компании СНГ более высокую оценку

13.2. Основные требования к листингу

	London Stock Exchange	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	NYSE Euronext Paris and Amsterdam	DEUTSCHE BÖRSE GROUP
Документы для листинга	Проспект, отчет о резервах полезных ископаемых	Проспект, бухгалтерская отчетность, прогнозы прибыли, отчет о резервах полезных ископаемых	Проспект, отчет о резервах полезных ископаемых	Проспект, отчет о резервах полезных ископаемых
Акции в свободном обращении	Минимум 25%	Минимум 25% (для эмитентов с капитализацией больше 10 млрд. НК возможна более низкая доля 15-25%). 10% акций должно быть размещено среди частных инвесторов	Минимум 25% (Листинговый комитет может выдать разрешение на меньшую долю)	Минимум 25% (исключения возможны по разрешению национального регулятора)

Корпоративное управление	«Соответствуй или объясняй» Объединенному кодексу корпоративного управления. В годовом отчете компании должны раскрывать механизмы внутреннего контроля. Полного соответствия не требуется для иностранных компаний, эмитентов ГДР.	По меньшей мере 3 независимых директора, комитет по аудиту и ряд других требований (исключения возможны)	Принцип «Соответствуй или объясняй» локальным стандартам. Компании должны раскрывать процедуры внутреннего контроля. Наличие кодекса корпоративного управления не обязательно для эмитента ГДР.	Иностранные эмитенты должны соответствовать требованиям своих юрисдикций, но наилучшей практикой будет соответствие европейским стандартам.
Время на получение листинга	3-6 месяцев, 7 недель для одобрения листинговым агентством	6-9 месяцев, минимум 25 рабочих дней для одобрения листинговым комитетом биржи	3-5 месяцев	3-5 месяцев
Стандарты отчетности	МСФО или ГААП	Локальный стандарт или МСФО (ГААП в ряде случаев)	МСФО, ГААП или признаваемый стандарт отчетности	МСФО или ГААП
Кол-во отчетных периодов	3 года о	3 года	3 года	3 года
Последний аудит	Не более чем 6 месяцев	Не более чем 6 месяцев	Не более чем 6 месяцев	-
Предварительная отчетность	Предварительная отчетность – промежуточная и для последнего финансового периода	-	Предварительная отчетность – промежуточная и для последнего финансового периода	Предварительная отчетность – промежуточная и для последнего финансового периода
Регулирующий орган	UKLA	Hong Kong Exchange & Clearing	Французский или Голландский регулятор	BaFin
Промежуточная отчетность	Предоставление промежуточной отчетности для соответствия требованию «6 месяцев»	Предоставление промежуточной отчетности для соответствия требованию «6 месяцев»	Между датой составления отчетности и датой подачи документов не более 6 месяцев	Если проспект эмиссии составлен по прошествии 9 месяцев после составления аудированной отчетности за финансовый год, должна предоставляться промежуточная отчетность

Промежуточный аудит	Аудит или проверка аудитором	Аудит или проверка аудитором	Аудит или проверка аудитором	Аудит или проверка аудитором
Затраты на листинг (в зависимости от капитализации компании на момент размещения)	Макс 185 тыс. $ (Mcap < 500.млн $) Макс 250 тыс. $(Mcap 0,5 млн. $ - 1 млрд.$) Макс 310 тыс $ (Mcap $1 - $ млрд/ Макс 380 тыс $ (Mcap $2 - $4 млрд.) Макс 575 тыс. (Mcap > $4 млрд.)	Стоимость листинга HK$150 тыс- 350 тыс. (Mcap HK $100-1000 млн.) HK$350 тыс - 600 тыс. (Mcap HK $1000-5000 млн.) HK$650 тыс. (Mcap > HK $5000 млн.) Ежегодные взносы HK $145-356 тыс. (HK$200-1000 млн.) HK $1356-1069 тыс. (HK$1000-5000 млн.) HK $1188 тыс. (HK$5000 млн.)	Макс €10 тыс. (Mcap < €10 млн.) Макс €264 тыс. (Mcap €10 млн. - €100 млн.) Макс €224 тыс (Mcap €100 - €500 млн.) Макс €500 тыс. (Mcap > €500 млн.)	€5 500 для General Standard €750 - 1 500 для Entry Standard
Периодическое раскрытие существенной информации	Обязательно	Обязательно	Обязательно	Обязательно
Предоставление отчетности	Годовая отчетность (в течение 4х месяцев) Полугодовая отчетность для эмитентов ГДР не требуется	Годовая отчетность (в течение 3х месяцев) Полугодовая отчетность в течение 2х месяцев	Годовая отчетность в течение 4х месяцев Полугодовая отчетность в течение 2х месяцев Квартальная отчетность о продажах (пресс-релиз)	Годовая отчетность в течение 4х месяцев Полугодовая отчетность и квартальные отчеты в течение 2х месяцев
Язык	английский	английский и китайский	английский	английский для иностранных эмитентов

Примечание: HK$ - гонконгский доллар
Источник: Bloomberg, сайты бирж, расчеты автора

13.3. Глубина рынка

		London Stock Exchange	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	NYSE Euronext Париж	NYSE Euronext Амстердам	Deutsche Börse Group
Основные данные	Рыночная капитализация (млрд. долл.)	2 643	2 180	1 913	529	1 226
	Среднедневной объем торгов (6 мес.), (млрд. $)	313	144	5	2	189
Все компании	Количество компаний	2 840	1 297	654	163	791
	Капитализация (млрд. $)	2 643	2 180	1 913	529	1 226
	Средний размер (млн.$)	931	1681	2 925	3 242	1 550
	Количество размещений (IPO+SPO)	580	1 062	162	52	100
	Кол-во IPO > 500 млн. $ *	29	35	3	4	5
	Размер выпусков, млрд. $*	359	235	124	55	23
	Средний размер, млн. $	619	221	764	1 065	227
	Размещение акций (млрд.$)	118, 36, 81 (07, 08, 09)	76, 129, 153 (07, 08, 09)	36, 31, 57 (07, 08, 09)	29, 4, 23 (07, 08, 09)	118, 36, 63 (07, 08, 09)
Иностранные эмитенты	Количество размещений	140	16	12	18	6
	Размер выпусков, млрд. $*	92	27	27	33	0
	Кол-во первичных листингов	45	6	3	9	3
СНГ	Количество размещений	40				1
	Размер выпусков, млрд. $*	30				0

* 2007-2009,
Источник: Bloomberg, данные бирж

13.4. Ликвидность

	Биржа	Капитализация	ADTV 6M	6M ADTV/ Капитализация	Кол-во аналитиков
Газпром	ММВБ	134 883	1 078	0.80%	23
Роснефть	ММВБ	86 213	318	0.37%	24
Лукойл	ММВБ	46 458	274	0.59%	27
PetroChina	HKSE	352 190	134	0.04%	31
Sinopec	HKSE	154 527	136	0.09%	36
CNOOC	HKSE	69 827	129	0.18%	32
Royal Dutch Shell	LSE	181 455	102	0.06%	44
BP	LSE	176 380	318	0.18%	41
BG	LSE	59 775	140	0.23%	32
Total	Euronext Paris	148 252	391	0.26%	39
Furgo	Euronext Amsterdam	4 486	23	0.51%	17

Примечание: ADTV – average daily traded volume – среднедневной объем торгов
6M – 6 месяцев
Количество аналитиков – число аналитиков по исследованию рынка акций (equity research), освещающих деятельность компании
Источник: Bloomberg, Lionshares, сайты бирж

13.5. Потенциальные инвесторы

Биржа	ММВБ						Гонконгская фондовая биржа			Амстердам/ LSE	LSE		Париж	
Владелец	**Эмитент**	**Var***	**Роснефть**	**Var***	**Лукойл**	**Var***	**Petrochina**	**Sinopec**	**CNOOC**	**RDS**	**BP**	**BG**	**Total**	**Ср. доля, %**
Blackrock		-2,97	0,38	-2,58	1,35	-1,62	3,12	0,79	1,49	6,48	7,68	8,42	2,06	2,97
CWI		-2,00	0,00	-2,00	0,65	-1,35	0,80	0,03	1,24	11,56	2,00	1,19	2,15	2,00
L&G		-1,72	-	-1,72	-	-1,72	-	-	0,02	10,09	4,33	4,34	0,08	1,72
SSG		-1,02	0,20	-0,82	0,56	-0,46	1,08	1,14	0,44	3,19	2,91	1,19	0,25	1,02

Примечание: таблица характеризует отклонение доли инвестиционного фонда в компании от средней доли владения акциями компаний сектора
* Var - отклонение средней доли фонда в компании от средней доли владения по компаниям-аналогам
Источник: Lionshares

13.6. Аналитическое освещение компании отраслевыми аналитиками по рынку акций

	Страна	Листинг	Кол-во аналитиков по компании	% локального покрытия	Великобр.	Германия	Европа	РФ	Китай	НК	США	Другие
Газпром	Россия	ММВБ	23	83%	1	0	3	19	0	0	0	0
Роснефть	Россия	ММВБ/LSE	24	67%	5	0	2	16	0	0	1	0
Лукойл	Россия	ММВБ/LSE	27	63%	7	0	2	17	0	0	1	0
PetroChina	Китай	HKSE/SSE	31	71%	1	0	0	0	22	4	1	3
Sinopec	Китай	HKSE/SSE	36	67%	1	0	0	0	24	7	1	3
CNOOC	Китай	HKSE/SSE	32	72%	1	0	0	0	23	4	1	3
RDS	Великобр.	LSE/EN Amsterdam	44	48%	21	5	16	0	0	0	2	0
BP	Великобр.	LSE	41	66%	27	3	9	0	0	0	2	0
BG Group	Великобр.	LSE	32	84%	27	0	4	0	0	0	1	0
Total	Франция	EN Paris	39	21%	22	4	12	0	0	0	1	0
		Итого	**349**		**115**	**12**	**50**	**68**	**69**	**15**	**11**	**9**

Источник: Bloomberg

13.7. Интернационализация биржи

10 крупнейших IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE) (2007-2009)

Дата	Объем сделки, млн. $	Название	Страна	Отрасль
Май-2007	7 989	Банк ВТБ	Россия	Финансы и банки
Дек-2007	3 042	ENRC	Казахстан	Металлургия
Май-2008	2 515	New World Resources	Чехия	Добыча
Мар-2007	1 943	Smurfit Kappa Group	Ирландия	Лесообработка
Май-2007	1 929	ПИК	Россия	Девелопмент
Фев-2007	1 828	Sports Direct International	Великобритания	Ритейл
Май-2008	1 784	Fresnillo	Мексика	Добыча
Мар-2007	1 498	3I Infrastructure	Великобритания	Финансы и банки
Май-2007	1 400	AFI Development	Россия	Девелопмент
Окт-2007	1 378	T-Hrvatski Telekom	Хорватия	Телекоммуникации

10 крупнейших IPO на бирже Euronext (2007-2009)

Дата	Объем сделки, млн. $	Название	Страна	Отрасль
Окт-2007	2 502	Nystar SA/NV	Бельгия	Металлургия
Июн-2008	2 437	EDP Renovaveis	Португалия	Энергетика
Июн-2008	1 835	Conversus Capital	США	Финансы и банки
Окт-2007	1 755	Bureau Veritas	Франция	Услуги
Ноя-2009	1 645	Delta Lloyd	Нидерланды	Страхование
Апр-2007	1 486	Rexel	Франция	Технологии
Дек-2009	1 395	CFAO	Франция	Машиностроение
Фев-2008	889	Liberty Acquisition	Каймановы Острова	Финансы и банки
Июл-2007	542	Lehman Bros PE Partners	США	Финансы и банки
Июл-2007	492	AMG Advanced Metallurgical	Нидерланды	Металлургия

10 крупнейших IPO на Гонконгской фондовой бирже (HKSE) (2007-2009)

Дата	Объем сделки, млн. $	Название	Страна	Отрасль
Апр-2007	5 919	China CITIC Bank	Китай	Финансы и банки
Ноя-2007	5 851	China Railway Group	Китай	Инфраструктура
Мар-2008	5 709	China Railway Const Corp	Китай	Инфраструктура
Сен-2009	5 130	MCC	Китай	Металлургия
Ноя-2009	2 505	Sands China	Макао (Китай)	Развлечения
Дек-2009	2 256	China Longyuan Power	Китай	Энергетика
Окт-2007	1 906	Soho China	Китай	Девелопмент
Апр-2007	1 900	Country Graden	Китай	Девелопмент
Сен-2009	1 870	Wynn Macau	Макао (Китай)	Развлечения
Сен-2007	1764	Sino-Ocean	Китай	Девелопмент

10 крупнейших IPO на Франкфуртской фондовой бирже (2007-2009)

Дата	Объем сделки, млн. $	Название	Страна	Отрасль
Июн-2007	2 702	Tognum	Германия	Машиностроение
Ноя-2007	1 677	HHLA	Германия	Транспорт
Июн-2007	1 224	Gerresheimer Glas	Германия	Потребительский сектор
Апр-2007	949	Versatel Deutschland	Германия	Телекоммуникации
Июн-2008	568	SMA Solar Technology	Германия	Технологии
Май-2007	550	Wacker Construction	Германия	Машиностроение
Апре-2007	508	Alstria Office	Германия	Девелопмент
Июл-2007	331	EnviTec Biogas	Германия	Нефтегазовая
Июл-2007	266	Homag Group	Германия	Машиностроение
Окт-2007	261	Centrotherm	Германия	Технологии

Источник: Bloomberg, данные бирж

13.8. Оценка и мультипликаторы

Сравнение индексов

	P/E (2009П)	P/E(2010П)	EV/EBITDA (2009П)	EV/EBITDA(201010П)	Кол-во акций
FTSE 100	14.8x	11.9x	13.4x	12.0x	102
Hang Seng Composite	17.2x	14.3x	10.6x	9.3x	201
CAC 40	13.3x	12.1x	19.2x	17.2x	40
DAX	16.7x	12.5x	10.5x	9.2x	30

Сравнение компаний-аналогов, торгующихся на LSE, HKSE, Euronext (Paris), Euronext (Amsterdam)

	Кол-во акций компаний нефтегазового сектора	Среднее значение P/E (2009П)	Среднее значение P/E (2010П)	Среднее значение EV/EBITDA (2009П)	Среднее значение EV/EBITDA (2010П)
Hong Kong	8	18.4x	13.3x	10.4x	8.0x
LSE	28	18.5x	14.6x	8.3x	7.3x
Euronext Paris	8	14.9x	13.9x	5.0x	5.0x
Euronext Amsterdam	2	12.8x	13.6x	7.4x	7.4x

Сравнение выбранных компаний нефтегазового сектора

	Биржа	P/E		EV/EBITDA	
		2009П	2010П	2009П	2010П
Газпром	ММВБ	7.0	5.8x	5.3x	4.7x
Роснефть	ММВБ	13.2	9.0x	8.6x	6.3x
Лукойл	ММВБ	6.6	5.6x	4.1x	3.6x
Газпромнефть	ММВБ	8.8	8.0x	7.2x	6.2x
Royal Dutch Shell	LSE / EN Amsterdam	14.0	9.7x	5.6x	4.5x

BP	LSE	12.9	8.4x	5.6x	4.6x
BG Group	LSE	16.1	14.1x	7.6x	6.8x
Total	EN Paris	12.6	9.7x	5.4x	4.2x
PetroChina	Hong Kong	13.4	10.5x	6.5x	5.4x
Sinopec	Hong Kong	8.4	7.8x	5.4x	5.0x
CNOOC	Hong Kong	15.9	11.9x	8.9x	6.7x
Среднее		**11.7x**	**9.1x**	**6.4x**	**5.2x**
Медиана		**12.9x**	**9.0x**	**5.6x**	**5.0x**

Источник: Bloomberg 30.11.2009

Основываясь на индексах, Гонконгская биржа по показателю P/E оказывается самой привлекательной, тем не менее, индексы рассчитываются на основе небольшой выборки в сравнении со всем рынком

Анализ данных по сектору показывает, что в Лондоне нефтегазовые компании торгуются по более высокому мультипликатору P/E, тогда как в Гонконге – более высокому EV/EBITDA.

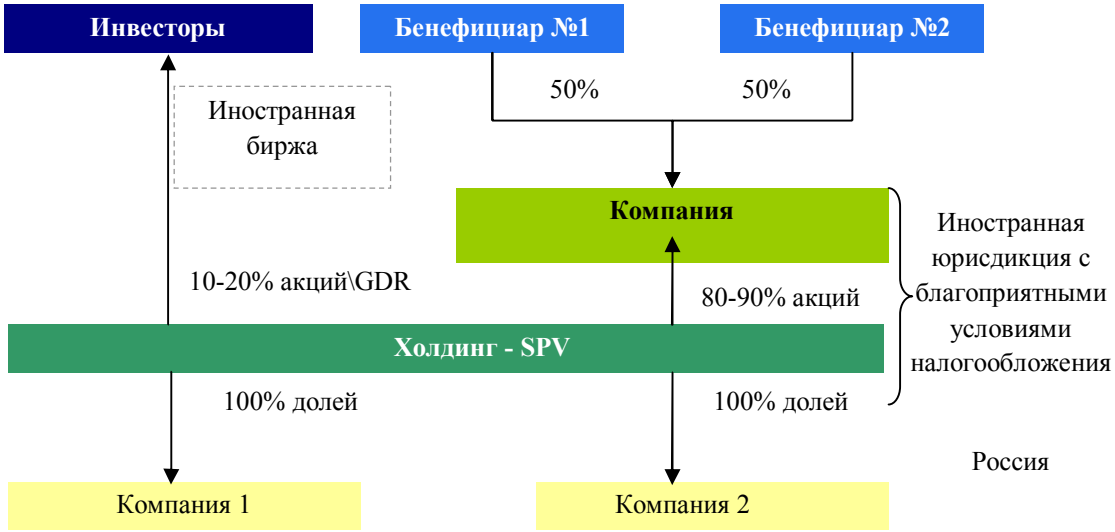
На основе полученных данных можно сделать вывод, что выбор биржи не оказывает значительного влияния на оценку компании.

13.9. Возможности по включению в фондовые индексы

	Лондонская фондовая биржа	**Гонконгская фондовая биржа**	**Парижская фондовая биржа**	**Амстердамская фондовая биржа**	**Франкфуртская фондовая биржа**
Индекс	FTSE 100	Hang Seng	AEX	CAC 40	DAX
Количество компаний	100	42	25	40	30
Капитализация наименьшей компании	$3,12 млрд.	$3,6 млрд.	$1,85 млрд.	$6,7 млрд..	$6 млрд.
Страна регистрации	Возможно включение компаний, зарегистрированных вне Британии (Кипр, Люксембург, Гибралтар). В индекс входит 5 компаний, зарегистрированных в Джерси.	Эмитенты с основным листингом на бирже (не обязательна регистрация в Гонконге)	Euronext готова рассматривать включение компания стран СНГ в свои индексы. Вхождение во французский CAC 40 предполагает наличия значительной бизнес-активности компании на территории Франции.		Возможно включение только компаний, зарегистрированных в Германии
Тип ценных бумаг	Акции (ГДР не включаются)	Акции и HDR	Акции и ГДР	Акции и ГДР	Акции
Включение	От 20 дней до 3 месяцев после начала торгов	После 24 месяцев торгов	Полгода (Март, сентябрь)	Квартально	Полгода (Март, сентябрь)

Источник: Данные бирж

Приложение 14. Структурирование сделок IPO через механизм SPV



Приложение 15. Компании с российскими активами, зарегистрированные в иностранных юрисдикциях

№	Компания	Дата IPO	Отрасль	Капитализация, $ млн.*	Юрисдикция	Листинг
1	**Trader Media East**	07.02.2006	Реклама	220	Остров Джерси	LSE
2	**Highland Gold Mining**	17.12.2002	Добыча	637	Остров Джерси	AIM
3	**IMS**	06.12.2005	Реклама	n/a	Остров Джерси	AIM
4	**Rambler Media**	10.06.2005	Медиа	n/a	Остров Джерси	AIM
5	**Black Earth Farming**	28.12.2007	АПК	385	Остров Джерси	Stockholm
6	**UC Rusal**	27.01.2010	Металлургия	16 108	Остров Джерси	Hong Kong
7	**Raven Russia**	29.07.2005	Недвижимость	356	Остров Гернси	AIM
8	**RGi International**	08.12.2006	Недвижимость	242	Остров Гернси	AIM
9	**Aurora Russia**	24.03.2006	Инвестиции	51	Остров Гернси	AIM
10	**Globaltrans**	30.04.2008	Транспорт	2 095	Кипр	LSE
11	**Afi Development**	03.05.2007	Недвижимость	901	Кипр	LSE
12	**Mirland**	13.12.2006	Недвижимость	336	Кипр	AIM
13	**Urals Energy**	04.08.2005	Нефть и газ	41	Кипр	AIM
14	**Petroneft Resources**	27.09.2006	Нефть и газ	170	Ирландия	AIM
15	**Amtel**	14.11.2005	Шины	n/a	Нидерланды	LSE
16	**X5 Retail**	06.05.2005	Ритейл	9 777	Нидерланды	LSE
17	**Vimpelcom**	15.11.1996	Телекоммуникации	21 609	Бермуды	NYSE
18	**West Siberian Resources**	14.09.2005	Нефть и газ	n/a	Бермуды	OMX
19	**Alliance Oil**	n/a	Нефть и газ	n/a	Бермуды	Frankfurt
20	**Exillon Energy**	17.12.2009	Нефть и газ	336	Остров Мэн	AIM
21	**IBS**	n/a	IT	n/a	Остров Мэн	Frankfurt
22	**EDC**	02.11.2007	Нефтесервис	2 790	Каймановы острова	LSE
23	**Integra**	22.02.2007	Нефтесервис	498	Каймановы острова	LSE
24	**Amur Minerals**	15.03.2006	Добыча	12	Британские Виргинские Острова	AIM
25	**Eastern Property**	22.04.2005	Недвижимость	141	Британские Виргинские Острова	SIX Swiss Ex
26	**Evraz**	02.06.2005	Металлургия	14 159	Люксембург	LSE
27	**Cat Oil**	04.05.2006	Нефтесервис	483	Австрия	Xetra
28	**Petropavlovsk**	29.04.2002	Добыча	3 454	Великобритания	AIM
29	**Volga Gas**	25.04.2007	Нефть и газ	310	Великобритания	AIM
30	**Victoria Oil & Gas**	27.07.2004	Нефть и газ	68	Великобритания	AIM
31	**Trans-Siberian Gold**	25.11.2003	Добыча	37	Великобритания	AIM
32	**Sibir Energy**	08.04.1997	Нефть и газ	n/a	Великобритания	AIM
33	**Timan Oil & Gas**	28.12.2006	Нефть и газ	n/a	Великобритания	AIM
34	**Imperial Energy**	05.04.2004	Нефть и газ	n/a	Великобритания	AIM
35	**Zirax**	16.12.2005	Химия	n/a	Великобритания	AIM
36	**Aricom**	31.12.2003	Металлургия	n/a	Великобритания	AIM
37	**CTC-Media**	31.05.2006	Медиа	2 461	США	NASDAQ

Источник: Лондонская фондовая биржа (www.londonstockexchange.com)
Примечание: капитализация по состоянию на конец мая 2010

Приложение 16. IPO по схеме «Старые на новые»

Размещение новых акций по открытой подписке

Суть данной структуры сделки заключается в том, что компания размещает дополнительный выпуск акций по открытой подписке. Процесс реализации данной структуры представлен ниже, на рисунке 1.

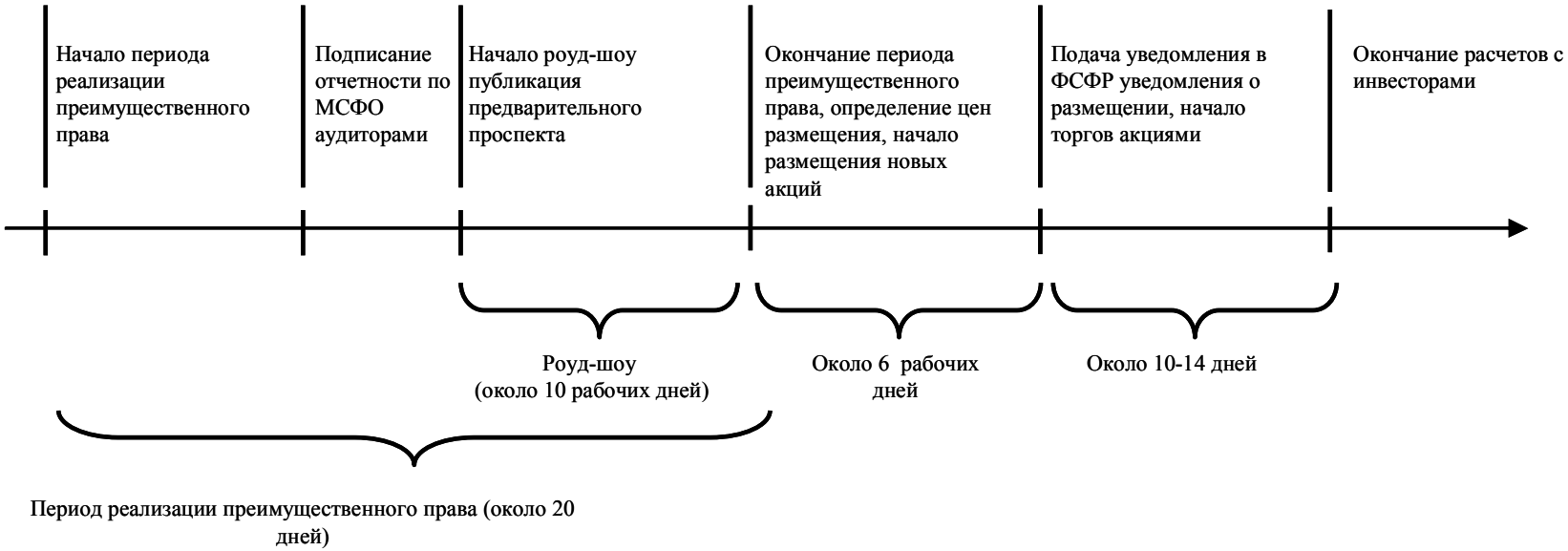


Рис. 1. Размещение новых акций по открытой подписке

- В целях сокращения сроков допуска к торгам новых акций необходимо участие брокера в процессе размещения
- Основной риск, связанный с данной структурой сделки, заключается в длительном временном промежутке между определением цены акций в рамках IPO и началом торгов акций на российских фондовых биржах, что негативно

воспринимается инвесторами. Это обусловлено тем, что по российскому законодательству торги акциями не могут начаться до тех пор, пока эмитент не подаст уведомление в ФСФР об итогах размещения, которое в свою очередь не может быть подано, пока не произойдет полная оплата выпущенных акций как акционерами, участвующими в преимущественном праве (минимум 5 рабочих дней), так и брокером / новыми акционерами.

- Помимо этого, возникает необходимость фондирования организаторами размещаемых акций на срок до окончания расчетов со всеми инвесторами (14-16 дней). Дополнительные расходы, связанные с этим, зависят от стоимости фондирования конкретно взятого организатора
- Так как вырученные от размещения деньги напрямую попадают в компанию, компании не придется тратить дополнительные маркетинговые усилия на разъяснения структурных особенностей сделки инвесторам

Структура размещения при схеме «старые на новые» («Old for new»)

Суть данной структуры заключается в том, что продающий акционер (собственник бизнеса, намеревающийся выйти из капитала компании) продает часть своих акций в ходе IPO, а затем на средства, вырученные от продажи акций, подписывается на новые акции, воспользовавшись своим преимущественным правом, для того, чтобы передать в Компанию вырученные от IPO средства.

Таким образом, инвесторы получают уже выпущенные акции и начинают торги ими сразу после их оплаты. Издержки, связанные с фондированием, также не возникают, так как передача денег продающему акционеру за размещаемые вторичные акции осуществляется только после их полной оплаты инвесторами.

В рамках данной структуры предложения предлагаем рассмотреть 2 возможные схемы:

1. Открытая подписка с 20-дневным периодом реализации преимущественного права, начинающимся до начала роуд-шоу

- При реализации данной структуры период окончания преимущественного права происходит одновременно с окончанием сделки, что, в свою очередь, позволяет сразу после сделки определить финальную структуру акционеров
- Немаловажным является тот факт, что в данной структуре у продающего акционера есть возможность включить в предварительный проспект информацию о том, что он уже подал заявку на приобретение акций по преимущественному праву в размере, равном количеству вторичных акций, предлагаемых им к продаже

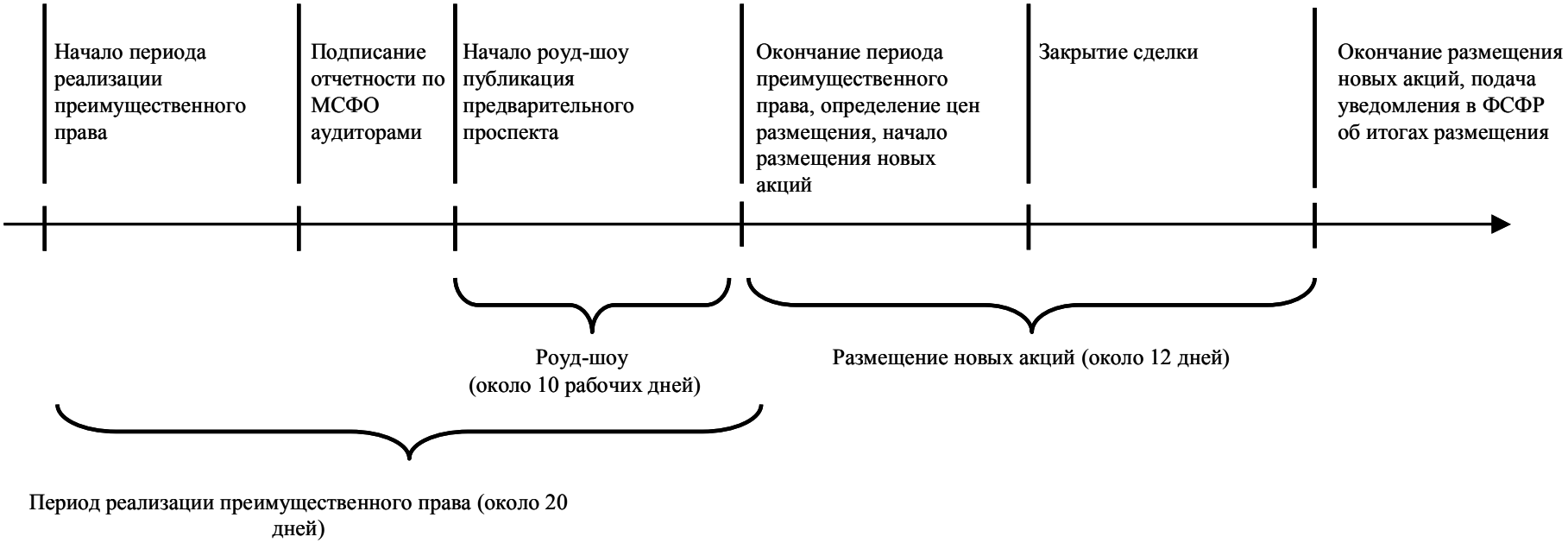


Рис. 2. Размещение по открытой подписке с 20-дневным периодом реализации преимущественного права, начинающимся до начала роуд-шоу

2. Открытая подписка с 20-дневным периодом реализации преимущественного права, начинающимся в дату начала роуд-шоу

- В данном случае у продающего акционера нет возможности подать заявку на участие в преимущественном праве до публикации предварительного проспекта, в связи с чем в нем будет указано только намерение выкупить определенный объем акций

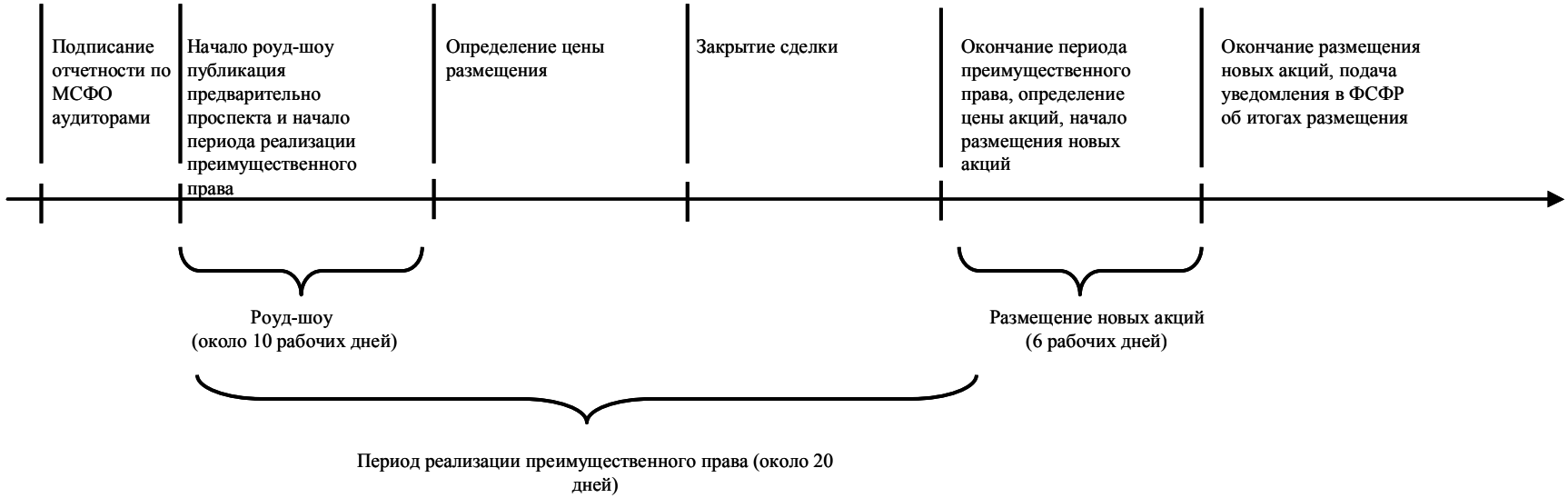
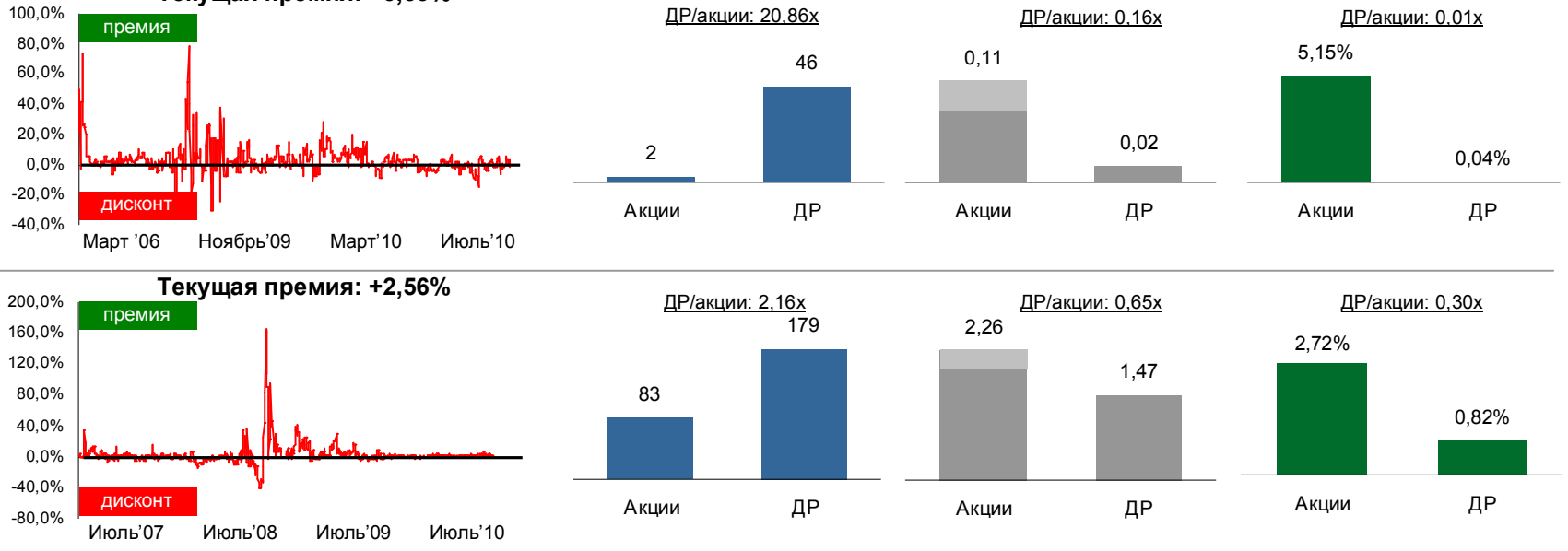


Рис. 3. Размещение по открытой подписке с 20-дневным периодом реализации преимущественного права, начинающимся в дату начала роуд-шоу

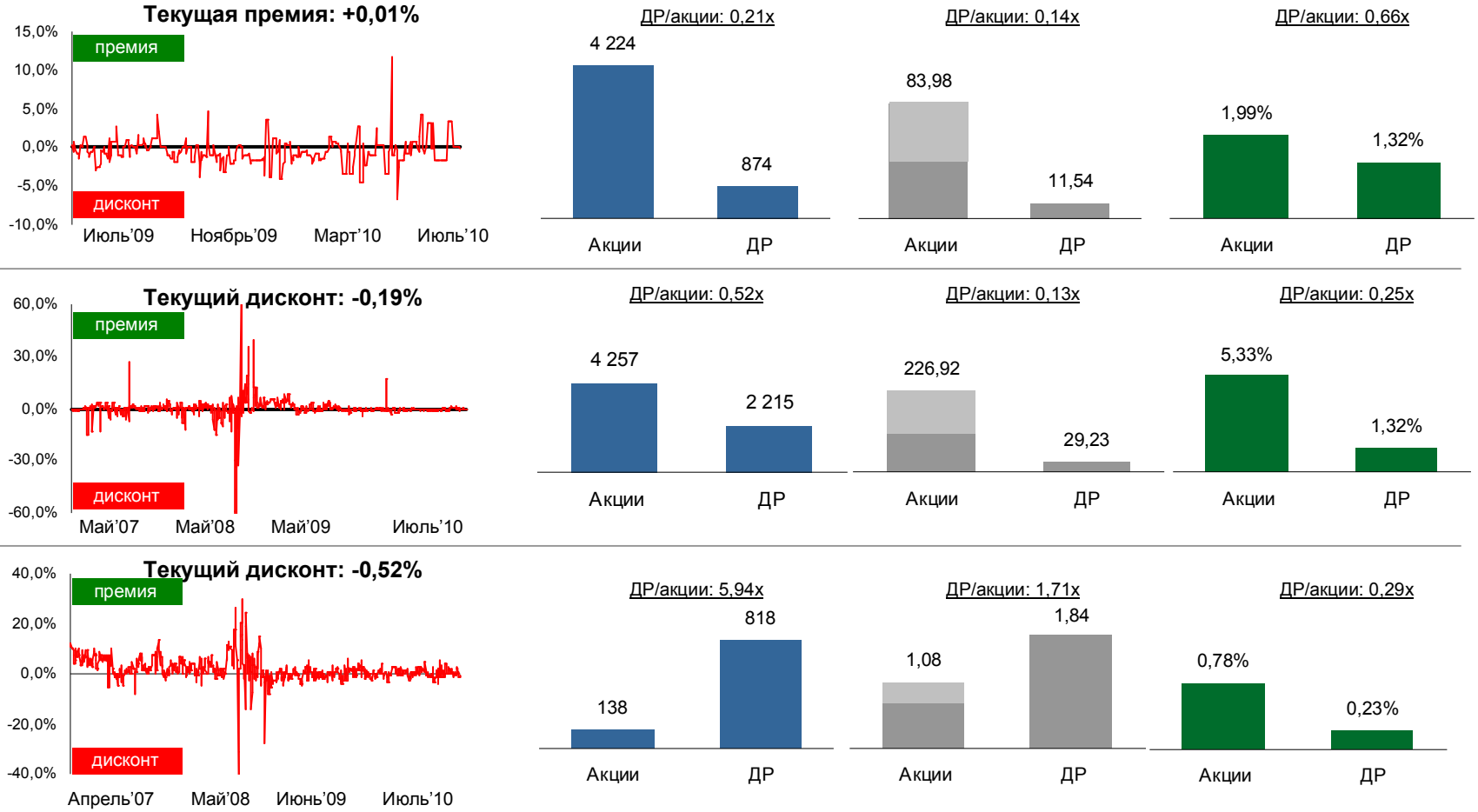
Приложение 17. Анализ премии/дисконта стоимости депозитарных расписок по отношению к российским акциям (на примере выборки компаний)

Открытые депозитарные программы

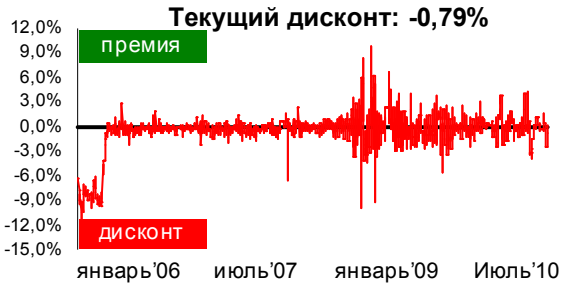
Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес. (% от free float)
Челябинский цинковый завод	Текущая премия: +3,53%	ДР/акции: 20,86x	ДР/акции: 0,16x	ДР/акции: 0,01x
ПИК	Текущая премия: +2,56%	ДР/акции: 2,16x	ДР/акции: 0,65x	ДР/акции: 0,30x

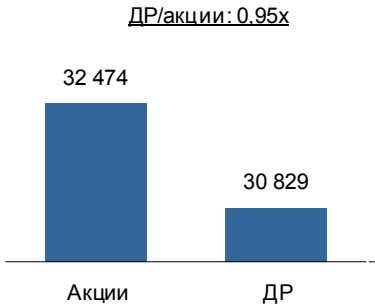


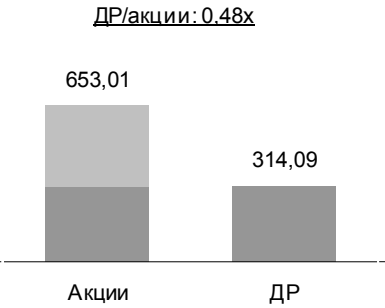
Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес. (% от free float)
Русгидро	Текущая премия: +0,01%	ДР/акции: 0,21x	ДР/акции: 0,14x	ДР/акции: 0,66x
ВТБ	Текущий дисконт: -0,19%	ДР/акции: 0,52x	ДР/акции: 0,13x	ДР/акции: 0,25x
Полиметалл	Текущий дисконт: -0,52%	ДР/акции: 5,94x	ДР/акции: 1,71x	ДР/акции: 0,29x

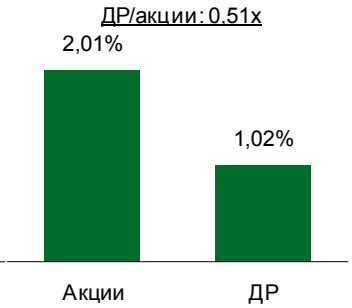


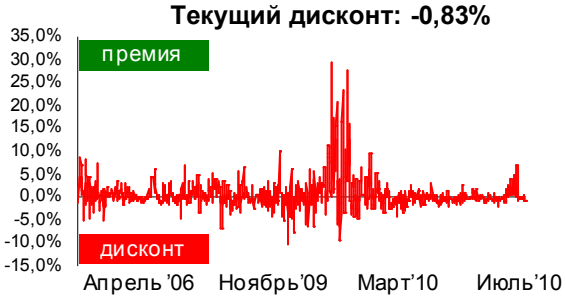
Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес. (% от free float)
Газпром	Текущий дисконт: -0,79%	ДР/акции: 0,95x	ДР/акции: 0,48x	ДР/акции: 0,51x
НЛМК	Текущий дисконт: -0,83%	ДР/акции: 0,85x	ДР/акции: 6,56x	ДР/акции: 7,67x
Система Галс	Текущий дисконт: -4,10%	ДР/акции: 5,96x	ДР/акции: 0,69x	ДР/акции: 0,12x

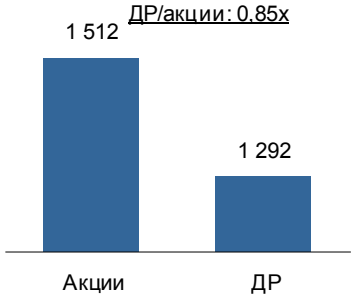


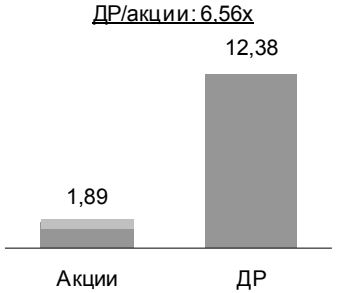


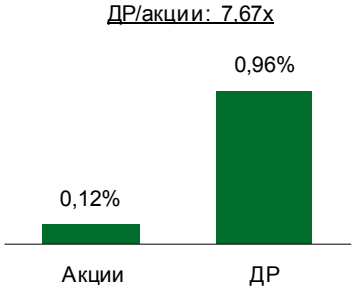


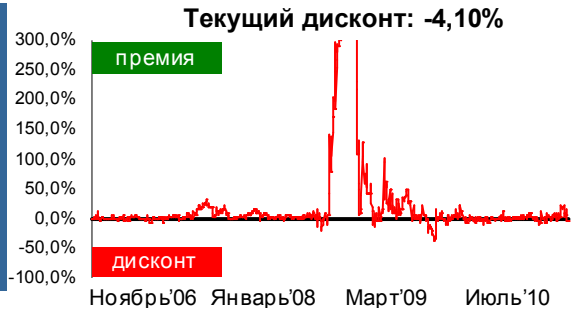


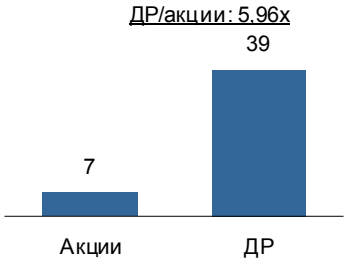


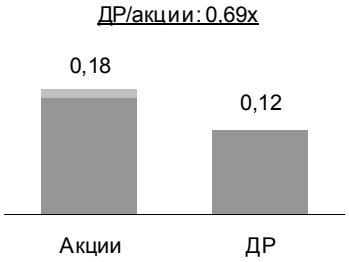


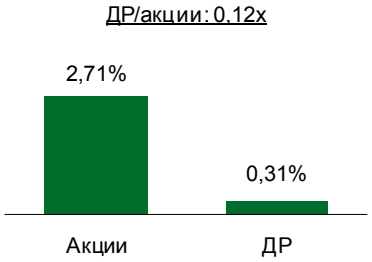






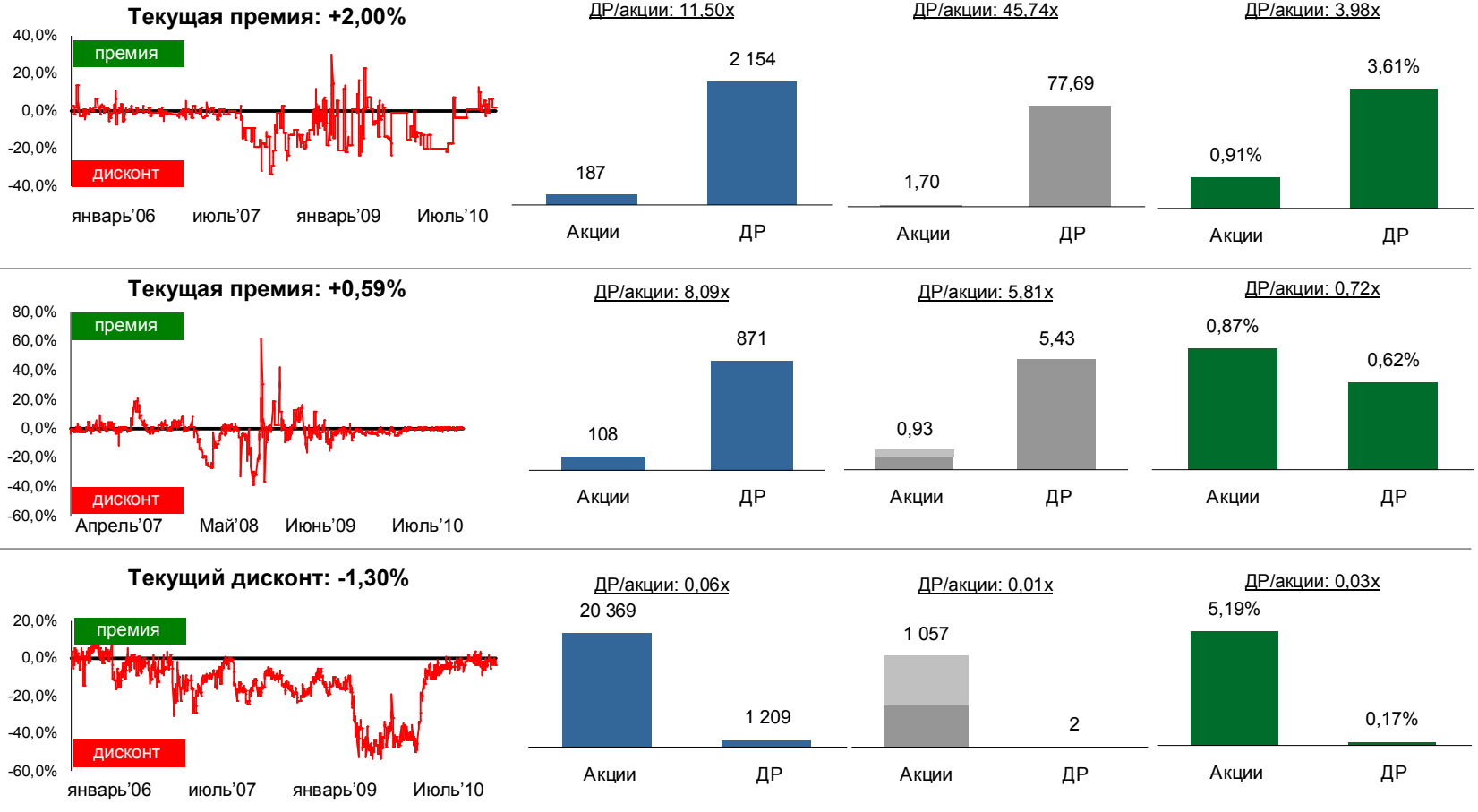




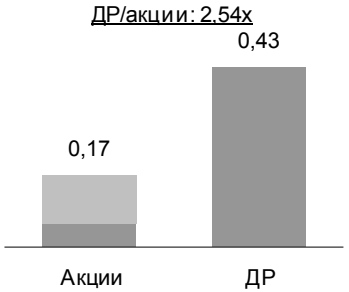


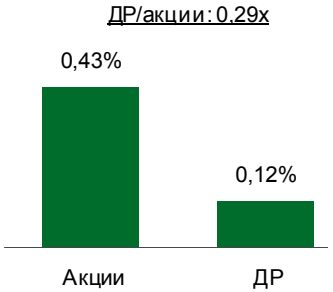
Закрытые депозитарные программы

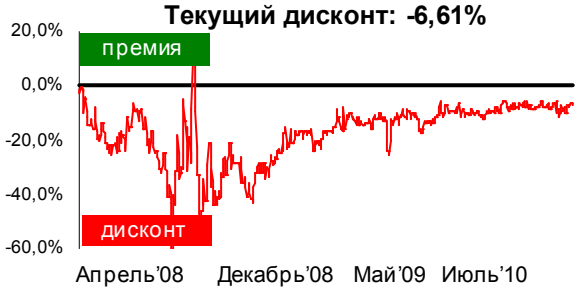
Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес. (% от free float)
Мечел	Текущая премия: +2,00%	ДР/акции: 11,50x	ДР/акции: 45,74x	ДР/акции: 3,98x
ТМК	Текущая премия: +0,59%	ДР/акции: 8,09x	ДР/акции: 5,81x	ДР/акции: 0,72x
Сбербанк	Текущий дисконт: -1,30%	ДР/акции: 0,06x	ДР/акции: 0,01x	ДР/акции: 0,03x

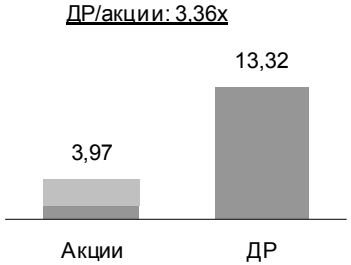


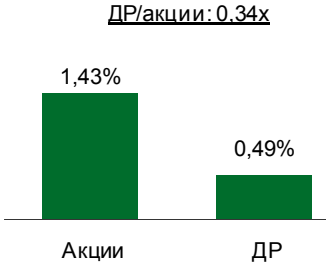
Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот : 3 мес. (% от free float)
Черкизово	Текущий дисконт: -4,05%	ДР/акции: 8,84x	ДР/акции: 2,54x	ДР/акции: 0,29x
Магнит	Текущий дисконт: -6,61%	ДР/акции: 9,76x	ДР/акции: 3,36x	ДР/акции: 0,34x
Новатек	Текущий дисконт: -6,64%	ДР/акции: 4,46x	ДР/акции: 7,41x	ДР/акции: 1,66x

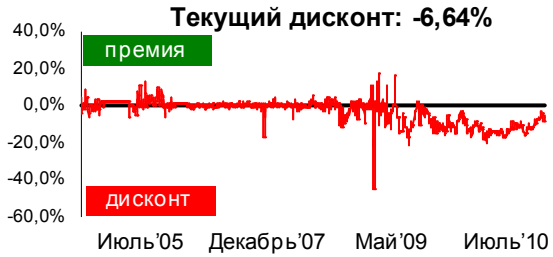


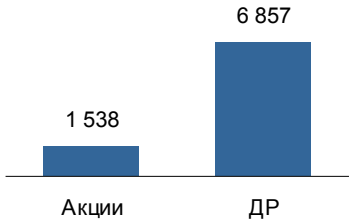


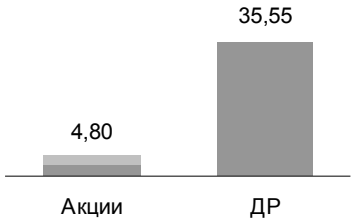


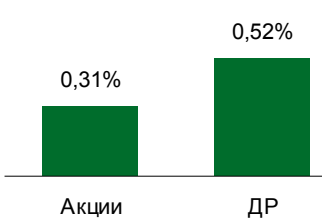




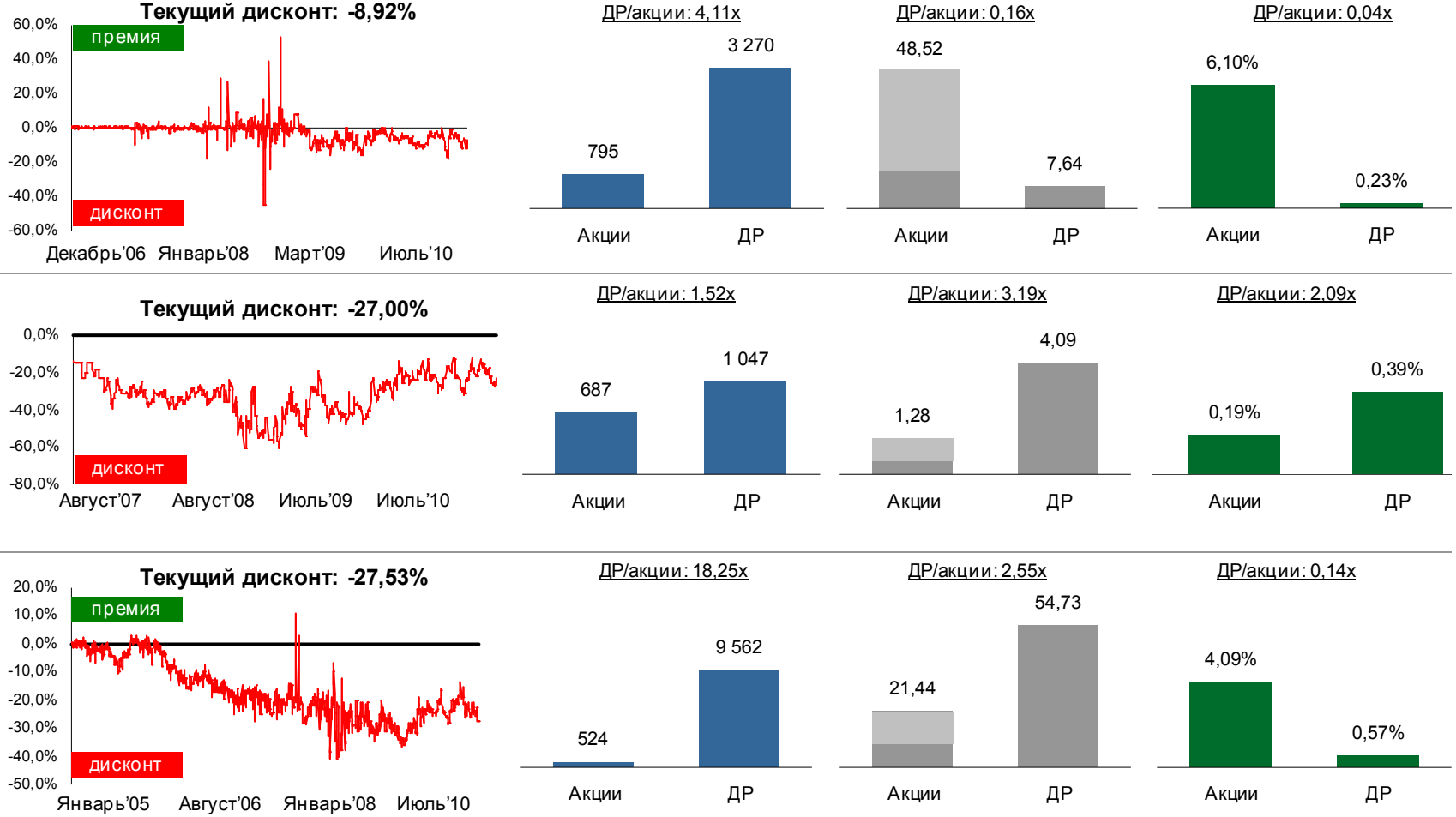


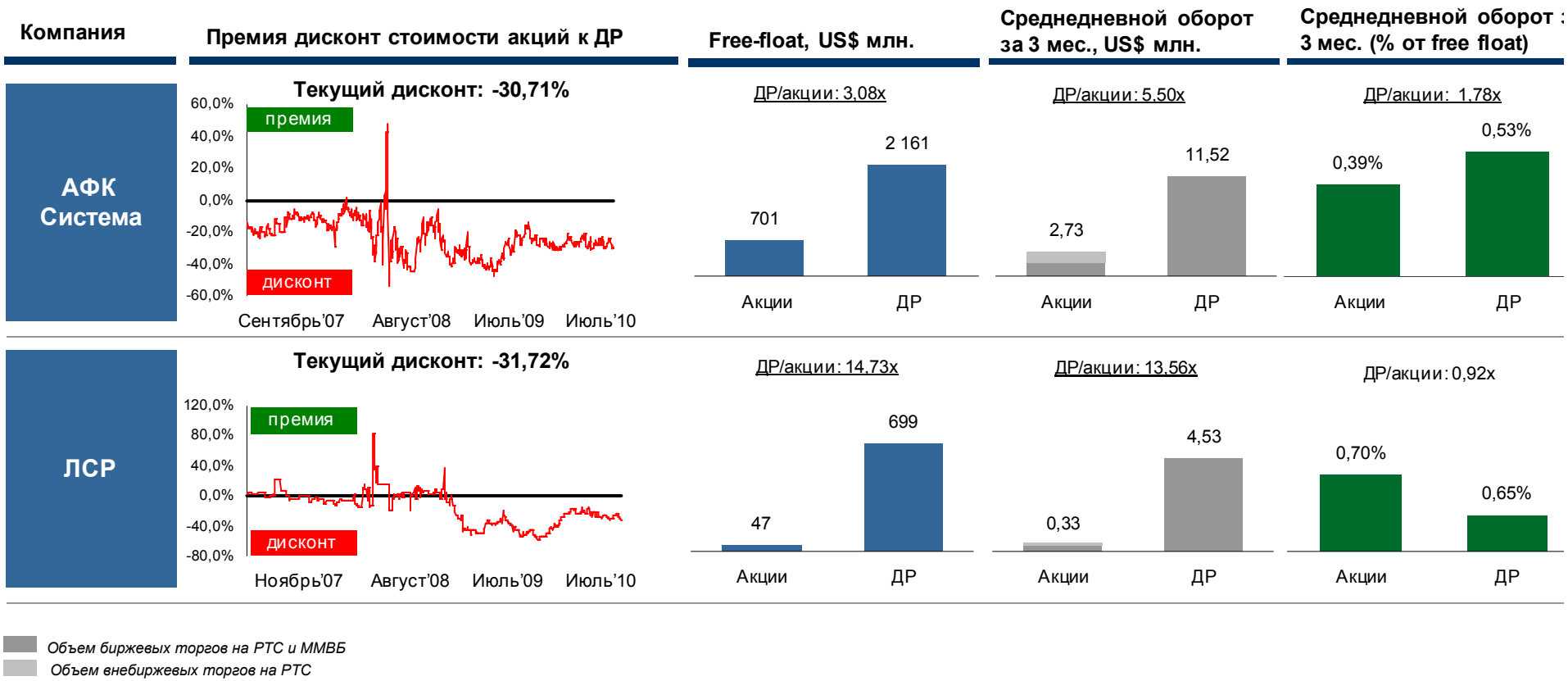






Компания	Премия дисконт стоимости акций к ДР	Free-float, US$ млн.	Среднедневной оборот за 3 мес., US$ млн.	Среднедневной оборот : 3 мес. (% от free float)
Полюс Золото	Текущий дисконт: -8,92%	ДР/акции: 4,11x	ДР/акции: 0,16x	ДР/акции: 0,04x
Фарм-стандарт	Текущий дисконт: -27,00%	ДР/акции: 1,52x	ДР/акции: 3,19x	ДР/акции: 2,09x
МТС	Текущий дисконт: -27,53%	ДР/акции: 18,25x	ДР/акции: 2,55x	ДР/акции: 0,14x





Источник: Bloomberg Июль 2010, РТС, расчеты автора