



ИНВАС  
Консультационные услуги  
по инвестициям на  
фондовых рынках

**Пособие для эмитен-  
тов по процедурам  
эмиссии и листинга  
ценных бумаг в Рос-  
сийской Федерации**

**D.3**

Апрель 2000

Это пособие предназначено для потенциальных эмитентов корпоративных ценных бумаг и предприятий, рассматривающих возможность прохождения процедуры листинга на фондовой бирже в Российской Федерации. В нем даются ответы на часто задаваемые потенциальными инвесторами вопросы о принципах оценки предприятия, дополнительных затратах, связанных с эмиссией и листингом, а также рассмотрены практические шаги по выполнению правил и процедур эмиссии и листинга в Российской Федерации.

## ОБРАЩЕНИЕ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА ММВБ

Picture

A. Zakharov

Мы надеемся, что данное пособие поможет российским предприятиям в привлечении капитала для осуществления их инвестиционных проектов.

Российские предприятия проявляют растущую заинтересованность в инвестициях в новые производственные мощности, приобретение новых компаний и другие капиталоемкие проекты с целью повышения производительности и рентабельности бизнеса в интересах самого предприятия, его сотрудников и всей страны в целом.

После финансового кризиса августа 1998г. российские предприятия столкнулись с еще большими сложностями в реализации их инвестиционных планов из-за трудностей в поисках инвесторов.

Фондовый рынок и Московская межбанковская валютная биржа предлагают уникальный механизм направления сбережений в инвестиции. После прохождения процедуры листинга компания получает доступ к дешевому капиталу российских и иностранных инвесторов, которые готовы принять на себя риск, связанный с инвестированием.

Поэтому мы считаем, что данное пособие будет интересно широкому кругу средних российских предприятий, которые размышляют над тем, какие достоинства и недостатки имеет статус публичной компании, чьи ценные бумаги котируются на бирже.

Ответы на возникающие вопросы Вы сможете получить, обратившись в Отдел листинга ММВБ.

Генеральный директор  
Московской межбанковской валютной биржи

**А.В.Захаров**

## Содержание

<b>ЧТО ТАКОЕ ТАСИС?</b> .....	<b>5</b>
<b>ПРЕДИСЛОВИЕ</b> .....	<b>6</b>
<b>1. ИСТОЧНИКИ ИНВЕСТИЦИЙ ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ</b> .....	<b>10</b>
1.1. Внутренние и внешние источники финансирования .....	10
1.2. Виды долгового и акционерного финансирования .....	16
1.3. Преимущества и недостатки различных методов финансирования .....	20
1.4. Выбор наиболее приемлемой формы финансирования .....	24
<b>2. ВОПРОСЫ, ТРЕБУЮЩИЕ ВНИМАНИЯ ПРИ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ</b>	<b>27</b>
2.1. Стратегия долгосрочного развития компании .....	27
2.2. Цели эмиссии .....	28
2.3. Структура капитала компании .....	29
2.4. Оценка менеджмента компании инвесторами .....	30
2.5. Выбор профессиональных консультантов .....	31
2.6. Методы определения цены размещения ценных бумаг .....	34
2.7. Как повысить интерес инвесторов к компании и ее ценным бумагам .....	35
2.8. Расчет цены акций нового выпуска .....	39
2.9. Российские и международные стандарты финансовой отчетности .....	42
<b>3. ПОРЯДОК И ПРОЦЕДУРЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ</b> .....	<b>51</b>
3.1. Законодательные и нормативные акты, регулирующие выпуск ценных бумаг в России .....	51
3.2. Основные понятия в эмиссии ценных бумаг .....	53
3.3. Обзор процесса эмиссии ценных бумаг .....	58
3.4. Этапы процесса выпуска ценных бумаг .....	65
Подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг .....	67
Регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг .....	80
3.5. Примерный план-график эмиссии ценных бумаг .....	82
3.6. Затраты, связанные с выпуском и публичным размещением ценных бумаг .....	84
<b>4. ПРАВИЛА И ПРОЦЕДУРЫ ЛИСТИНГА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ</b> ....	<b>88</b>
4.1. Листинг и требования к правилам листинга .....	88
4.2. Акты, регулирующие правила листинга и делистинга .....	90
Ведущие организаторы торговли ценными бумагами в России .....	91
4.3. Требования ФКЦБ и организаторов торговли к правилам листинга .....	92
4.4. Плата за листинг .....	94
4.5. Процедура листинга .....	94
<b>5. ТРЕБОВАНИЯ К КОТИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ</b> .....	<b>98</b>
5.1. Требования по раскрытию информации .....	98
5.2. Раскрытие информации о существенных событиях и действиях .....	99
5.3. Исключение ценных бумаг из листинга (делистинг) .....	101
<b>6. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ</b> .....	<b>104</b>
6.1. Общие понятия и элементы корпоративного управления .....	104

6.2	ПРАКТИКА ЭФФЕКТИВНОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ .....	106
6.3	КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И РОССИЙСКИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	111
6.4	ПРАКТИЧЕСКИЕ МЕРЫ ПО УЛУЧШЕНИЮ ВЗАИМООТНОШЕНИЙ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ИНВЕСТОРАМИ .....	112
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1: ПРИМЕРНАЯ СТРУКТУРА ГОДОВОГО ОТЧЕТА .....</b>		<b>115</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2: РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СТРУКТУРЕ И СОДЕРЖАНИЮ ИНФОРМАЦИОННОГО МЕМОРАНДУМА .....</b>		<b>120</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 3: ТРЕБОВАНИЯ К СТРУКТУРЕ И СОДЕРЖАНИЮ ПРОСПЕКТА ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ .....</b>		<b>124</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 4: АНКЕТА ЦЕННОЙ БУМАГИ ДЛЯ ЛИСТИНГА НА ММВБ.....</b>		<b>129</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 5: СЛОВАРЬ ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ТЕРМИНОВ.....</b>		<b>131</b>

## Список сокращений

ATS	австрийский шиллинг
ЦБР	Центральный банк России
ЕБРР	Европейский банк реконструкции и развития
EPS	доход в расчете на акцию
EUR	евро
ФКЦБ	Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг Российской Федерации
FDI	прямые иностранные инвестиции
GAAP	общепринятые принципы бухгалтерского учета (generally accepted accounting principles)
МСФО	международные стандарты финансовой отчетности
МФК	Международная финансовая корпорация
МФУ	международные финансовые учреждения
ИНВАС	Консультационные услуги по инвестициям на фондовых рынках (проект Тасис)
IPO	первоначальное публичное предложение акций
АО	акционерное общество
ММВБ	Московская межбанковская валютная биржа
МФ	Министерство финансов
МФБ	Московская фондовая биржа
MTI	Индекс Moscow Times
ОЕСР	Организация европейского сотрудничества и развития
ОТС	внебиржевой рынок (over the counter)
P/E ratio	отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию
РГБУ	российские принципы бухгалтерского учета
PTC	Российская торговая система
RUR	российский рубль
МСП	малые и средние предприятия
СПВБ	Санкт-Петербургская валютная биржа
Тасис	техническая помощь Европейского Союза странам СНГ
USD	доллар США

## Что такое Тасис?

Тасис – это программа, разработанная Европейским Союзом для стран Содружества независимых государств и Монголии, в целях содействия развитию гармоничных и прочных экономических и политических связей между Европейским Союзом и этими странами. Задача Программы состоит в поддержке усилий участвующих стран по созданию в них обществ, основанных на политических свободах и экономическом процветании.

Тасис идет к этой цели путем предоставления безвозмездного финансирования проектов, направленных на поддержку процессов перехода к рыночной экономике и демократическому обществу. В течение первых шести лет своей деятельности с 1991 по 1996 год Тасис выделил 3.390 млн. ЭКЮ на осуществление более чем 2.250 проектов.

Тесное взаимодействие Тасис со странами-участницами по обсуждению направлений расходования средств позволяет в полной мере учитывать планы проведения реформ и приоритеты каждой из этих стран. Стремясь к повышению эффективности содействия, Тасис работает также в тесном взаимодействии с другими донорами технической помощи и международными организациями.

В рамках проектов Тасис государственные и частные организации самого широкого спектра передают свои знания и «ноу-хау» работы в условиях рыночной экономики и демократических обществ с учетом местной специфики каждой из участвующих в Программе стран. Знания и «ноу-хау» передаются путем предоставления рекомендаций и консультаций, направления групп экспертов, проведения экспертных исследований и профессиональной подготовки и обучения, разработки предложений по развитию нормативно-правовой базы, создания партнерств, сетевых структур, «пилотных» проектов. Тасис выполняет также своеобразную роль катализатора, открывая доступ к средствам международных инвесторов и кредиторов благодаря проведению предынвестиционных исследований и технико-экономических обоснований.

В своей деятельности Тасис стремится к установлению и поощрению более тесных связей между организациями стран-участниц и их коллегами из Европейского Союза.

Приоритетными областями финансирования Тасис являются: реформа и реорганизация государственных и частных предприятий, развитие отраслей транспорта, связи и энергетики, охрана окружающей среды и ядерная безопасность, поддержка продовольственного сектора, развитие системы социальной защиты и образования и др. Каждая страна выбирает из этого списка приоритетные для себя направления сотрудничества.



За дополнительной информацией обращайтесь в делегацию Европейской Комиссии в Москве:

**Адрес:** Певческий переулок (бывший Астаховский), 2/10, 109028 Москва, Россия

**Тел.:** (+7 095) 956 36 00/01, Факс: (+7 095) 956 36 15

## Предисловие

### Краткая информация о проекте

**Проект ИНВАС** (INVAS - Capital Markets **I**nvestment **A**dvisory **S**ervices project) финансируется в рамках программы Тасис Европейского Союза по оказанию технического содействия Российской Федерации. Основными задачами проекта являются:

- **Общая задача:** содействовать привлечению финансовых ресурсов в производственный сектор экономики России путем развития инфраструктуры фондовых рынков и укрепления доверия инвесторов и эмитентов.
- **Конкретные задачи:** (i) содействовать повышению профессионализма отобранных аккредитованных учреждений (партнеров проекта); (ii) повысить уровень знаний участников фондового рынка, и (iii) разработать новое поколение учебных пособий, программ и методов обучения.

Проект распадается на две компоненты: *консультационные услуги* и *обучающий модуль*. Основным партнером проекта является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). В обучающей части проекта организациями-партнерами являются Московская международная финансовая и банковская школа (ММФБШ) и Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР). Среди бенефициаров консультационной части проекта:

- фондовые биржи (ММВБ и ряд региональных бирж);
- депозитарии;
- финансовые посредники (банки, инвестиционные компании);
- предприятия частного и государственного сектора (потенциальные эмитенты ценных бумаг).

Консультационная часть проекта включает модуль "Корпоративные финансы", целью которого является содействие привлечению инвестиций в

производственный сектор экономики с использованием инструментов фондового рынка.

## **История проекта**

Проект начал работу в октябре 1998 года - два месяца спустя после финансово-го кризиса августа 1998 года. Объявление дефолта по внутренним государственным обязательствам привело, в числе прочих причин, к серьезному кризису финансового рынка страны и фактическому банкротству целого ряда российских банков, инвестиционных компаний и других участников рынка. Инвесторы практически полностью утратили доверие к фондовому рынку и компаниям-эмитентам, резко упали котировки ценных бумаг и обороты на фондовых биржах. Таким образом, эксперты проекта ИНВАС приступили к работе в условиях, когда рынок находился в состоянии глубокой депрессии.

## **Цель и структура работы**

Данное **Пособие для эмитентов по процедурам эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации** подготовлено в рамках Модуля «Корпоративные финансы» проекта ИНВАС. Пособие написано для потенциальных эмитентов корпоративных ценных бумаг, а также для предприятий, которые рассматривают возможность прохождения процедуры листинга на одной из фондовых бирж Российской Федерации. В нем даются ответы на наиболее распространенные вопросы потенциальных эмитентов об оценке предприятия, затратах, связанных с эмиссией и листингом, а также практических шагах, которые требуются от предприятий для успешного прохождения процедур эмиссии и листинга в Российской Федерации.

В **Первой главе** пособия рассматриваются различные источники и формы финансирования деятельности российских предприятий, а также анализируются достоинства и недостатки каждой из этих форм, которые руководство предприятия должно иметь в виду при принятии решения о выборе той или иной

формы привлечения капитала.

Во **Второй главе** пособия рассматриваются вопросы, с которыми придется столкнуться предприятию, остановившему свой выбор на выпуске ценных бумаг как источнику привлечения инвестиций. Глава начинается с обсуждения вопросов долгосрочной стратегии развития и критериев, по которым инвесторы оценивают деятельность компании. Среди прочих рассматриваемых аспектов – выбор эмитентом финансового консультанта и существующие методы установления цены на размещаемые ценные бумаги и способы стимулирования общественного интереса к их выпуску. Глава завершается описанием основных различий между российскими принципами бухгалтерского учета и международными стандартами финансовой отчетности, тема, представляющая большой интерес для компаний-эмитентов, так как инвесторы отдают предпочтение аудированной финансовой отчетности в соответствии с МСФО.

В **Третьей, Четвертой и Пятой главах** рассмотрены конкретные аспекты регулирования и процедуры эмиссии и листинга ценных бумаг в Российской Федерации. Дается краткое описание законодательных и нормативных актов, регулирующих вопросы эмиссии и листинга ценных бумаг, а также требования, предъявляемые к эмитентам котируемых ценных бумаг.

В заключительной **Шестой главе** представлены современные принципы эффективного корпоративного управления, Кодекс внутреннего контроля в публичных компаниях, имеющие важное значение для инвесторов.

Основными **авторами** данного пособия являются:

**Владимир Кравченко**, Эксперт Тасис, Старший консультант компании

“Райффайзен Инвестмент;

**Ульрик Дэлл**, Эксперт Тасис;

**Дэвид Деллен**, Эксперт Тасис.

Авторы попытались соединить в одном пособии международный и российский опыт выпуска корпоративных ценных бумаг, их листинга и обращения на фондовых биржах.

Кроме них в работе над пособием принимали также участие Жан-Луи Рамани и другие эксперты проекта ИНВАС Тасис.

Публикация данного пособия была бы невозможна без активной поддержки сотрудников ММВБ. Особую благодарность мы приносим Леониду Саввинову и Андрею Шишмареву из Отдела листинга ММВБ за терпение, с которым они ответили на все вопросы экспертов ИНВАС и конструктивные замечания, которые были учтены в последней редакции пособия.

Москва, июнь 2000 года

Ханнес Такач  
Директор проекта ИНВАС

Юрген Мадертанер  
Менеджер проекта ИНВАС

## 1. Источники инвестиций для российских компаний

### 1.1. Внутренние и внешние источники финансирования

Существуют различные способы финансирования предприятия. Прежде всего предстоит выбор между *внутренним финансированием* (за счет собственных средств) и *внешним финансированием*.

Принятие инвестиционного решения дается нелегко и во многом определяются финансовой стратегией, избранной руководством компании. Другим важным фактором являются также внешние условия, в которых функционирует предприятие, в том числе уровень процентных ставок, текущее и прогнозируемое состояние фондового рынка, наличие альтернативных финансовых инструментов, качество предоставляемых банковских услуг и т.п.

Принципиально важным при этом является то, чтобы характер привлекаемых инвестиций соответствовал стратегии развития предприятия, например, его планам выхода на новые рынки сбыта или поглощения компаний, а также учитывал готовность руководства предприятия принимать на себя риски, связанные с реализацией того или иного инвестиционного решения.

#### **Внутренние источники финансирования**

Внутренние источники финансирования формируются за счет *нераспределенной прибыли* компании или *выручки от продажи ее имущества*. Прибыль и денежные потоки компании являются наиболее распространенным источником внутреннего финансирования. Посредством продажи части своего имущества, компания может избавиться от ненужных (излишних) активов или неликвидных запасов, а вырученные средства направить на развитие прибыльных направлений деятельности компании.

Наряду с этим, руководству компании следует регулярно проводить ревизию своей политики в отношении кредиторской и дебиторской задолженности с

целью мобилизации в первую очередь внутренних резервов и снижения потребностей во внешнем финансировании. Что касается кредиторской задолженности, то здесь предприятие в числе прочих мер может обсудить с поставщиками возможность увеличения сроков погашения кредита за поставленную продукцию, пересмотреть размер скидок в зависимости от условий платежа и объема закупок, а также должно определиться с тем, какой объем производственных запасов для предприятия является оптимальным. Управление дебиторской задолженностью предполагает контроль за своевременностью погашения задолженности дебиторами и гибкое использование методов ценовой политики, например, предоставление скидок за оперативную оплату и начисление штрафов за задержку платежей. В некоторых случаях в отношении наименее дисциплинированных клиентов можно требовать осуществления ими платежей на условиях предварительной оплаты или по факту.

### **Внешние источники финансирования**

Если предприятие рассматривает возможности привлечения внешнего финансирования, то перед ним стоит непростая задача выбора наиболее подходящего инструмента из большого множества существующих финансовых инструментов. Среди них следует отметить кратко- или долгосрочные рублевые или валютные банковские кредиты, долевые и долговые ценные бумаги. Существуют также "промежуточные" и производные ценные бумаги, такие, как конвертируемые облигации, варранты, опционы и др.

Действительно, в течение последних 20 лет с развитием фондовых рынков и инвестиционной деятельности в промышленно развитых странах появилось множество новых сложных финансовых инструментов.

Поэтому выбор из имеющегося многообразия наиболее подходящего инструмента достаточно важная и сложная задача, решение которой зачастую требует квалифицированного содействия со стороны инвестиционного банка или финансового консультанта.

Российским предприятиям могут быть доступны следующие иностранные и отечественные источники финансирования:

- Российские и иностранные банки в основном как источники кредитных ресурсов;
- Иностранные и российские стратегические и портфельные (финансовые) инвесторы, вкладывающие деньги в акции предприятий;
- Фондовые биржи как посредники при открытом размещении акций и облигаций;
- Международные финансовые организации (например, Международная финансовая корпорация, Европейский банк реконструкции и развития), предоставляющие финансирование как в виде кредитов, так и инвестиций в акции предприятий;
- Международные рынки капитала (доступны лишь для лучших российских предприятий, которые удовлетворяют жестким требованиям международных инвесторов и могут позволить себе высокие издержки, связанные с выходом на международные рынки);
- Частные инвесторы.

Очевидно, что характер и условия финансирования будут различаться в зависимости от того, к какому из вышеперечисленных источников прибегнет предприятие в поисках инвестиций. Выбор предприятием источника финансирования будет, помимо всего прочего, зависеть от его финансового положения, долгосрочных целей развития, личных предпочтений и интересов высшего руководства, а также от внешних экономических условий. Чтобы сделать правильный выбор, менеджмент компании должен проанализировать следующие факторы:

- Наличие на рынке необходимых финансовых продуктов;
- Стоимость финансирования;
- Сроки и условия финансирования;
- Временные рамки;

- Обеспечение, необходимое для привлечения средств;
- Сроки, необходимые для организации и получения финансирования;
- Вопросы контроля над предприятием в зависимости от выбранного источника финансирования.

Однако далеко не каждый финансовый инструмент может быть доступен или приемлем для данного российского предприятия, поскольку на российском рынке существует ряд условий, ограничивающих приток и предложение капитала. Среди них:

- Узость и слабое развитие рынка капитала в России, недостаточное для обеспечения необходимого объема финансирования как в рублях, так и в иностранной валюте;
- Отсутствие надежных механизмов защиты инвесторов, что является серьезным сдерживающим фактором для иностранных инвесторов;
- Недостаточная поддержка правительством инвестиционных процессов и мер по созданию благоприятного инвестиционного климата в России;
- Относительно высокие процентные ставки и уровень инфляции, и низкая эффективность финансово-банковского сектора;
- Нехватка долгосрочного финансирования как следствие общей нестабильности и неустойчивости рынка.

Среди традиционных видов внешнего финансирования, доступных для российских предприятий, следует отметить **заемный** (долговое финансирование) и **акционерный** (долевое финансирование) капитал. Источниками заемного капитала обычно выступают банки и фондовый рынок. Банки могут предоставлять овердрафты (в случаях, когда компании нуждаются в краткосрочном финансировании оборотного капитала) или кредиты с фиксированными условиями. Фондовый рынок предлагает возможности по привлечению заемных средств путем выпуска облигаций, реализуемых среди институциональных и индивидуальных инвесторов.

Акции являются средством привлечения долгосрочного финансирования, не требующего - в случае обыкновенных акций - погашения или выплаты процентов. Выпуск акций может использоваться для финансирования таких долгосрочных проектов, которые не могут быть профинансированы при помощи долговых инструментов.

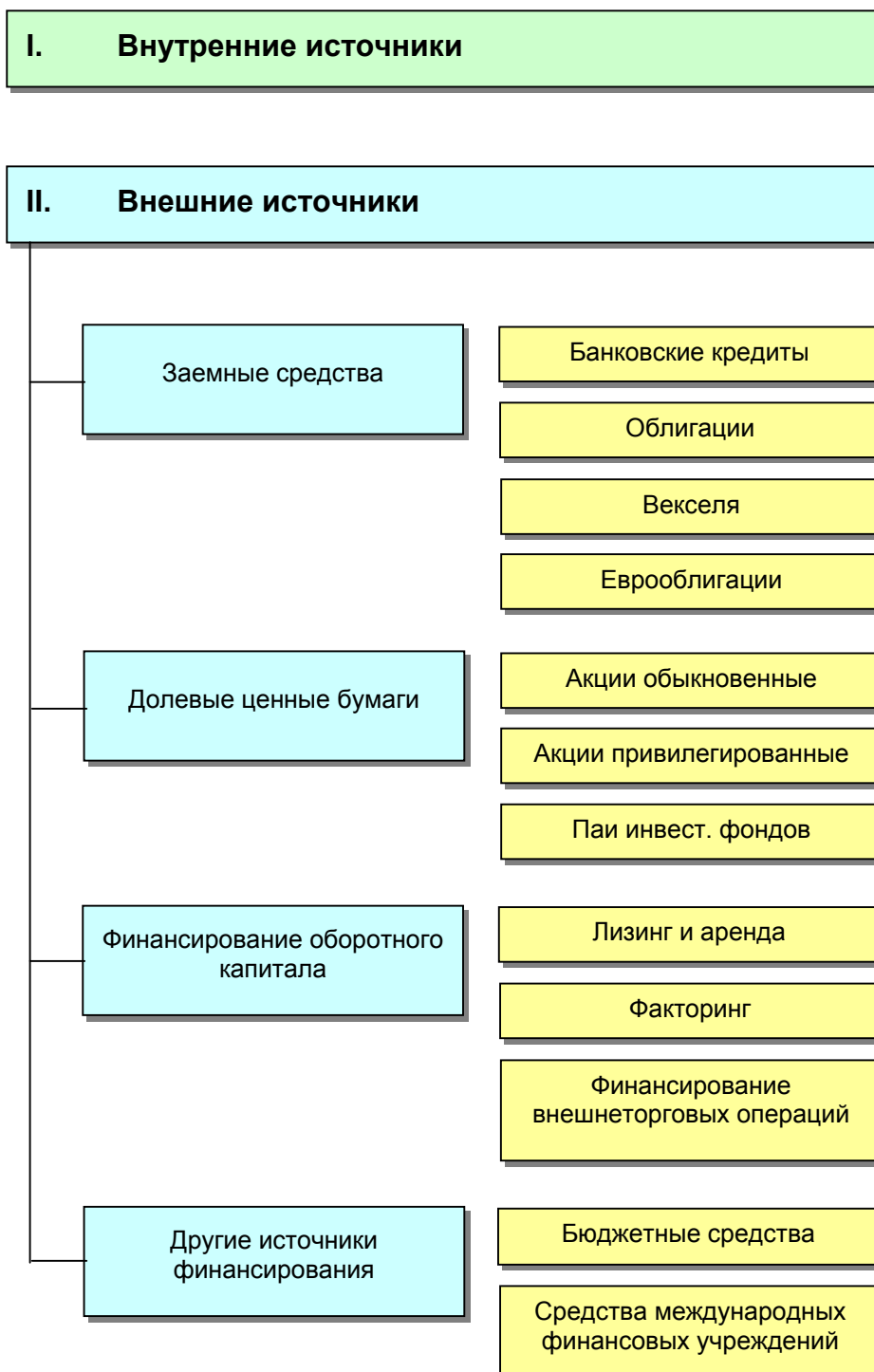
Для финансирования проектов и активов на меньшие сроки существуют также такие формы, как финансирование экспортно-импортных операций, лизинг и факторинг.

Среди прочих источников финансирования можно отметить бюджетное финансирование и целевые субсидии правительства, а также займы, предоставляемые иностранными правительствами и международными финансовыми организациями. Однако, в настоящих условиях в России на финансовую поддержку государства могут рассчитывать лишь очень немногие предприятия, имеющие особое значение и связи в правительстве.

Таким образом, предприятие, стремящееся привлечь инвестиции, должно четко представлять себе, насколько тот или иной источник финансирования приемлем и реально доступен для него в данной ситуации.

В следующей главе будут рассмотрены наиболее распространенные формы и источники финансирования, доступные для российских эмитентов.

## Схема 1. Источники финансирования



## **1.2. Виды долгового и акционерного финансирования**

### **Долговые инструменты**

Привлекая заемный капитал, предприятие принимает на себя обязательство регулярно выплачивать определенный процент, а также погасить основную сумму долга по окончании срока займа (или в соответствии с согласованным графиком платежей). На практике, большинство предприятий в поисках дополнительных средств чаще всего обращаются к коммерческим банкам, и банковские кредиты являются для них наиболее знакомой и доступной формой финансирования.

К долговым (заемным) инструментами относятся банковские кредиты, облигации, коммерческие бумаги или векселя, а также проектное финансирование. Ниже каждый из перечисленных инструментов рассматривается подробнее.

### **Банковские кредиты**

Срочные банковские займы зачастую являются наиболее доступным средством привлечения дополнительных ресурсов в странах с развитой банковской системой. При этом уровень процентных ставок по кредитам, в числе прочих факторов, определяется конъюнктурой финансового рынка, спросом хозяйствующих субъектов на кредитные ресурсы, наличием альтернативных предложений финансовых средств и сопутствующими рисками. Условия, на которых предоставляется кредит, должны обеспечивать приемлемую для банка норму прибыли с учетом существующего уровня риска по кредитованию данного предприятия. Кредиты принято подразделять на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. В России в силу существующих экономических условий кредиты предоставляются, как правило, на срок не более одного года и под достаточно высокую процентную ставку.

### ***Краткосрочные займы***

Краткосрочные займы привлекаются предприятиями для погашения текущих обязательств, главным образом кредиторской задолженности перед поставщиками и подрядчиками. В самом общем виде краткосрочные займы помогают предприятиям сбалансировать текущие активы и текущие обязательства.

К разряду краткосрочных долговых инструментов относятся также **коммерческие бумаги**<sup>1</sup>, выпускаемые на срок менее одного года. На практике этот финансовый инструмент широко используется в странах с развитым межбанковским и финансовым рынком.

### ***Среднесрочные и долгосрочные займы***

Среднесрочные и долгосрочные займы обычно используются для финансирования масштабных и долгосрочных капитальных проектов.

**Проектное финансирование** представляет собой долгосрочный проект, финансируемый с привлечением кредитов и инвестиций в акционерный капитал. При этом выплаты по кредитам осуществляются за счет денежных поступлений от проекта, изолированного от основной компании, что представляет собой дополнительное обеспечение для кредитора.

**Корпоративные облигации** являются долговыми эмиссионными ценными бумагами. Облигации могут обращаться на бирже или на внебиржевом рынке. Существует большое разнообразие облигаций в зависимости от условий их выпуска, размещения, обращения, выплаты дохода и погашения. Например, облигации могут быть средне- и долгосрочными, конвертируемыми или неконвертируемыми, с фиксированным или переменным купоном. По некоторым облигациям (дисконтные облигации) процент не устанавливается вообще, а доход образуется за счет разницы между ценой погашения и ценой приобретения. Как правило, к выпуску облигаций прибегают только крупные и

---

<sup>1</sup> Следует отметить, что в российском законодательстве о ценных бумагах отсутствует понятие «коммерческой бумаги». С определенной степенью условности к их разряду можно отнести получившие широкое распространение в российской практике векселя.

известные рынку компании. Выпуск облигаций обычно осуществляется при участии финансовых консультантов или инвестиционных банков.

### **Акции (акционерный капитал)**

**Акции** являются выражением права собственности на долю в капитале акционерного общества. Компании выпускают акции с целью мобилизации долгосрочного капитала для развития бизнеса. Инвесторы, приобретающие акции, становятся совладельцами компании и всех ее активов за вычетом требований кредиторов. Акционеры совместно разделяют риски, связанные с деятельностью предприятия, и имеют право на получение определенной части прибыли компании.

Важно, чтобы предприятие, планирующее привлекать инвестиции с помощью выпуска акций, имело долгосрочный план развития компании с указанием направлений использования привлеченных средств. При этом менеджмент компании должен осознавать факт создания своеобразного партнерства с новыми акционерами. Инвесторов, вкладывающих средства в акции компании, принято классифицировать на стратегических, финансовых (или портфельных) и – в случае открытого размещения акций - частных (мелких) инвесторов.

Ниже рассматриваются особенности двух основных видов акций – обыкновенных и привилегированных.

Инвестор, вкладывающий средства в акции компании, может преследовать следующие цели:

- получение высокой прибыли (эту цель обычно преследует портфельный инвестор);
- участие в создании и развитии бизнеса компании (стратегический инвестор).

Акции закрепляют за их владельцами права голоса на общем собрании акционеров, а также право на получение части прибыли компании в форме

дивиденда. В отличие от владельцев облигаций, которые рассматриваются как кредиторы компании, акционеры являются ее собственниками.

Акции существенно различаются в зависимости от характера присущих им прав на получение дивиденда и права голоса, однако можно выделить два основных вида акций - обыкновенные и привилегированные. Основное различие между ними заключается в степени участия в управлении предприятием и распределении доходов, а также очередности удовлетворения требований при ликвидации компании.

Владельцы **привилегированных акций** имеют определенные преимущества перед владельцами **обыкновенных акций**. Обычно по привилегированным акциям устанавливается фиксированный дивиденд, который выплачивается до распределения дивидендов по обыкновенным акциям. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли компании и их размер утверждается решением Общего собрания акционеров в соответствии с рекомендацией Совета директоров. Держатели привилегированных акций имеют приоритет перед владельцами обыкновенных акций и в случае ликвидации компании: их требования удовлетворяются раньше требований по обыкновенным акциям.

Владельцы **обыкновенных акций** также имеют определенные права на получение части прибыли компании, а также право голоса при выборах Совета директоров и решении других принципиальных вопросов развития компании. Размер дивидендов по таким акциям заранее не определен, и зависит от дивидендной политики компании и величины прибыли компании в данном году.

Особенности различных видов акций имеют свои положительные и отрицательные моменты как для эмитента, так и для инвестора. Поэтому при принятии непростого решения о выпуске того или иного вида акций необходимо предварительно проконсультироваться с финансовым консультантом или инвестиционным банком.

В следующей главе будут рассмотрены положительные и отрицательные особенности различных видов финансовых инструментов и различных категорий инвесторов с точки зрения компаний, привлекающих инвестиции.

### **1.3. Преимущества и недостатки различных методов финансирования**

#### **Преимущества и недостатки долгового финансирования**

Среди **преимуществ** долговых инструментов как способа привлечения инвестиций можно отметить следующие:

- руководство компании сохраняет полный контроль над компанией;
- выплаты процентов по заемным средствам, как правило, относятся на себестоимость;
- сроки и условия обязательства известны заранее;
- кредитор не участвует в распределении прибыли предприятия.

К **недостаткам** использования заемных средств (кредитов) российскими предприятиями относятся:

- получившие наибольшее распространение в настоящих российских условиях краткосрочные кредиты не могут использоваться для финансирования долгосрочных потребностей российских предприятий;
- высокая стоимость заемных средств в России;
- сложности с получением кредитов на российском рынке;
- обязательное наличие гарантий и обеспечения, значительно превышающих размер предоставляемых заемных средств;
- обслуживание обязательств по займам требует наличия постоянных источников поступления денежных средств;
- существует риск невыполнения обязательств по займу (риск дефолта).

Основные условия предоставления кредита определяются в ходе переговоров между заемщиком и банком-кредитором. К таким условиям относятся: сумма и срок займа, процентная ставка, условия и график осуществления платежей, наличие обеспечения или залога, валюта кредита и условия наступления дефолта. Договоренности по перечисленным пунктам достигаются путем поиска компромисса между потребностями предприятия-заемщика и сложившихся на рынке банковских услуг условий. Если компромисс невозможен, руководству компании следует рассмотреть возможность привлечения финансирования путем выпуска акций. На практике российским компаниям не легко получить кредиты. В большинстве случаев российские банки могут предложить только кредитные линии, овердрафты или кредиты для финансирования оборотного капитала.

Как уже отмечалось, акции предприятия могут приобретаться стратегическими инвесторами, финансовыми (портфельными) инвесторами или - в случае публичного размещения – частными (мелкими) инвесторами. Каждый из перечисленных типов инвесторов имеет свои особенности, положительные или негативные для предприятия, которые будут рассмотрены ниже.

### **Преимущества и недостатки финансирования путем выпуска акций**

К *положительным моментам* привлечения в компанию **стратегического инвестора** относятся:

- стратегический инвестор может передать предприятию передовой опыт и ноу-хау;
- стратегический инвестор нацелен на развитие долгосрочного сотрудничества с предприятием;
- предприятие может получить доступ к новым рынкам и каналам сбыта партнера;
- предприятие и его стратегический партнер могут добиться синергического эффекта в результате производственной интеграции;
- стратегические инвесторы готовы платить более высокую цену за акции предприятия, чем другие инвесторы.

Вместе с тем, существует ряд *негативных последствий* привлечения в компанию стратегических инвесторов:

- предприятие должно четко представлять себе и разделять цели стратегического инвестора (зачастую эти цели не полностью согласуются с целями менеджмента компании);
- существенная доля, принадлежащая стратегическому инвестору в акционерном капитале компании, "разводняет" контроль над ней и может привести к смене высшего руководства;
- возможны проявления различий в культурных и деловых традициях между стратегическим инвестором и руководством предприятия;
- поиск стратегического инвестора требует значительных затрат времени и средств.

Следует отметить, что в России объем прямых иностранных инвестиций со стороны стратегических инвесторов достаточно низок. Стратегические инвесторы крайне настороженно относятся к инвестициям в Россию в связи с нестабильностью политической и экономической ситуации в стране, а также отсутствием надежных механизмов защиты прав инвесторов и высоким уровнем коррупции. Поэтому для большинства российских предприятий нахождение стратегического инвестора остается маловероятной задачей.

Говоря о **финансовых инвесторах**, следует отметить их следующие *положительные особенности*:

- финансовые инвесторы обычно не вмешиваются в вопросы оперативного управления предприятием;
- финансовые инвесторы являются источником среднесрочного капитала для предприятия;
- финансовый инвестор обычно владеет небольшой долей в акционерном капитале компании, что позволяет ее руководству сохранять контроль над предприятием.

Вместе с тем, необходимо отметить *негативные особенности* данной категории инвесторов:

- финансовый инвестор не является специалистом в данной отрасли и поэтому не может являться источником технических знаний (ноу-хау) для предприятия;
- финансовые инвесторы требуют высокой нормы отдачи от инвестиций;
- финансовые инвесторы обычно “реализуют свои инвестиции” (продают акции) по прошествии 3-5 лет. Для этого требуется наличие продуманной стратегии “выхода из компании”, что представляется достаточно проблематичным в условиях низколиквидного рынка;
- осуществление инвестиций финансовым инвестором сопровождается длительным подготовительным этапом, в течение которого проводятся оценка инвестиционного предложения и качества менеджмента, проверка должной добросовестности (due diligence), анализ финансовой отчетности, рынка и продукции предприятия.

Поиск и согласование условий с портфельным инвестором является длительным и дорогостоящим мероприятием, при этом затраты на первоначальном этапе поиска инвестора вынуждено нести само предприятие.

Что касается инвестиций, осуществляемых *частными инвесторами* в процессе публичного размещения ценных бумаг, то здесь следует отметить следующие *положительные моменты*:

- публичное размещение акций облегчает предприятию доступ к капиталу в будущем;
- публичное размещение акций является источником долгосрочного финансирования;
- публичная эмиссия позволяет определить реальную рыночную стоимость ценных бумаг компании и предоставляет возможность реализовать часть стоимости акционерной собственности;

- руководство предприятия, по общему правилу, сохраняет независимость и контроль над компанией;
- публичные эмиссии не подразумевают ежегодных выплат дивидендов в обязательном порядке.

Вместе с тем, к *недостаткам* данного типа инвестиций относится то, что:

- открытое размещение акций на бирже предполагает выполнение ряда строгих требований, в том числе по раскрытию информации;
- организация публичной эмиссии связана со значительными затратами;
- цена размещаемых ценных бумаг зависит от конъюнктуры финансового рынка в период размещения;
- котируемые компании вынуждены выполнять ряд строгих требований, установленных законодательством о ценных бумагах и правилами биржи.

#### **1.4. Выбор наиболее приемлемой формы финансирования**

##### **Долговое финансирование или выпуск акций?**

Принято считать, что поскольку дивиденды, выплачиваемые по акциям, в целом выше процентов по депозитам, то выпуск акций обходится предприятию дороже банковского кредита или выпуска облигаций. Тем не менее в краткосрочной перспективе, или если компания не планирует начислять высокие дивиденды (а в случае роста курсовой стоимости акций компании этого и не потребуется, так как ее акции все равно будут привлекательными для инвесторов), выпуск акций может оказаться более дешевым вариантом для компании, привлекающей инвестиции. С учетом существующих трудностей с получением кредитов в России, выпуск акций может оказаться одной из немногих реальных альтернатив в привлечении инвестиций российскими компаниями.

Однако если компания принимает решение о проведении публичной эмиссии акций и выводе их на фондовую биржу, она берет на себя дополнительные

обязательства, например, связанные с выполнениями требований и процедур ФКЦБ и организатора торговли по более полному раскрытию информации перед акционерами и другими заинтересованными лицами. Эти требования предполагают дополнительные издержки, а также наличие адекватной внутренней организационной структуры, необходимой для сбора информации, регулярного проведения общих собраний акционеров и т.д. (Примерная структура годового отчета представлена в Приложении 1: “Структура стандартного годового отчета”).

Как следствие этого, публичными<sup>2</sup> (российским аналогом являются открытые акционерные общества) и котируемыми компаниями на Западе являются, как правило, лишь самые крупные предприятия с высоким потенциалом роста.

Выбирая способ финансирования, руководству компании следует подробно изучить все реально существующие варианты, принимая во внимание размер предприятия, стратегию его развития, а также прогнозы на будущее. Необходимо выяснить, какой из возможных вариантов в наибольшей степени соответствует потребностям компании и финансовой политике, поддерживаемой большинством акционеров. Следует также тщательно просчитать затраты и риски, связанные с каждым из этих вариантов, и оценить возможности и готовность выполнять необходимые требования, вытекающие из той или иной ценной бумаги.

### **Контроль над компанией**

Критически важным вопросом, возникающим при принятии руководством компании решения о дополнительном выпуске акций, является вопрос будущего контроля над предприятием. С увеличением числа акционеров существующим акционерам придется смириться с меньшими возможностями влияния на развитие компании. Новые акционеры также получают право участвовать в процессе принятия решений. Поэтому существующие крупные акционеры должны решить, готовы ли они утратить часть своего влияния. С другой

---

<sup>2</sup> В большинстве западных стран публичные компании образуются не в результате приватизации, как в России, а в ходе преобразования закрытых компаний в открытые. Подобный шаг необходим для компаний, которые планируют привлечь капитал путем публичного размещения своих акций.

стороны, притягательным моментом данного решения будет облегчение доступа к капиталу в будущем.

Рассматривая вопрос о контроле в контексте решения компании стать публичной, существующие акционеры должны решить, являются ли для них приемлемыми следующие условия:

- стоимость компании будет зависеть от развития ситуации на фондовом рынке, а не только от деятельности самой компании;
- фондовый рынок будет влиять на политику компании относительно выплаты дивидендов;
- внутренние проблемы компании будут открыто обсуждаться на общих собраниях акционеров.

Если данные условия являются неприемлемыми для существующих акционеров и они не готовы уступить часть своего влияния новым акционерам, им следует рассмотреть иные способы привлечения необходимого компании капитала. Если же акционеры *полагают*, что для компании выпуск акций является приемлемым вариантом, то в следующей главе будут рассмотрены наиболее важные аспекты, с которыми руководству компании придется столкнуться при принятии соответствующего решения.

## **2. Вопросы, требующие внимания при выпуске ценных бумаг**

В этой главе пособия более подробно рассматриваются различные аспекты публичного размещения акций (главным образом на примере западных стран). Многие моменты, характерные для этого процесса, свойственны, хотя и в меньшей степени, также и для выпусков корпоративных облигаций.

### **2.1. Стратегия долгосрочного развития компании**

Рассматривая вопрос о первоначальном публичном размещении акций, предприятию следует реально оценить свою готовность к превращению в открытое акционерное общество. Это предполагает ответ на вопрос, готово ли оно к тому, что внешние инвесторы будут влиять на управление делами и развитие компании, как было показано в предыдущей главе. Вопрос о готовности предприятия включает в себя также такие факторы, как его размер и объем продаж, наличие обоснованной стратегии развития, потенциал роста и др.

Необходимо учитывать, что инвесторы ожидают от публичной компании более высокого уровня доходов на ее акции, чем от средней некотируемой компании. Ей придется также показывать более высокие показатели, чем в среднем по отрасли, чтобы не разочаровать акционеров и фондовый рынок. Если с точки зрения руководства компании это реалистично, то оно может планировать первоначальное публичное предложение ценных бумаг.

Кроме того, компании придется адаптировать свои планы и стратегию развития в соответствии с требованиями фондового рынка и инвесторов. Наиболее важными из которых являются следующие:

- выполнять требования листинга фондовой биржи. Вся существенная информация о деятельности компании должна направляться фондовой бирже, а затем распространяться среди заинтересованных инвесторов;

- предоставлять подробную финансовую отчетность, на основе которой финансовые аналитики будут составлять собственные прогнозы относительно будущих результатов деятельности компании;
- предоставлять достоверную информацию о себе.

Таким образом, важно, чтобы компания рассматривала фондовый рынок как *партнера*, а не как враждебную группу спекулятивных инвесторов, слабо разбирающихся в делах компании.

## 2.2. Цели эмиссии

Наиболее распространенными целями, преследуемыми компаниями при осуществлении публичных эмиссий и получения статуса публично котируемой на фондовой бирже, являются следующие:

- привлечение средств для финансирования проектов, например, покупки нового оборудования и зданий, приобретения действующих компаний (слияния и поглощения), создания сети региональных отделений;
- консолидация акционерного капитала компании;
- создание механизма формирования рыночных цен на ценные бумаги компании;
- облегчение рыночных сделок с ценными бумагами компании, повышение ликвидности ценных бумаг и прозрачности механизма ценообразования.

Руководство компании должно проанализировать цели проводимой эмиссии ценных бумаг и выяснить, насколько они согласуются с общими планами и стратегией развития компании. Инвесторы со своей стороны имеют собственные инвестиционные мотивы. Очевидно, они предпочтут, чтобы их средства пошли на цели развития компании и повышение ее акционерной стоимости. В этом смысле для инвестора предпочтительным выглядит приобретение акций *нового* выпуска, чем акций, реализуемых существующими акционерами (т.к. последнее не ведет к увеличению средств для компании). Однако, это всего лишь один из факторов, определяющих инвестиционные решения инвесторов.

### 2.3. Структура капитала компании

Рассматривая вопрос о выпуске дополнительных акций, руководство компании должно проанализировать структуру капитала компании, в частности, соотношение заемных и собственных средств. Структура капитала оказывает влияние на результаты финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Соотношение между собственными и заемными источниками средств служит одним из ключевых аналитических показателей, характеризующих степень риска инвестирования финансовых ресурсов в данное предприятие.

Обычно, у нормально функционирующей компании, в соответствии с западной методикой, коэффициент соотношения заемных и собственных средств составляет в пределах от 1 до 3. Это означает, что соотношение собственных средств к общим активам должно превышать 25% (см. табл. ниже). В противном случае, компания считается уязвимой к изменениям конъюнктуры финансового рынка. С другой стороны, соотношение заемных и собственных средств, равное менее 1, считается, как правило, слишком консервативным.

#### **Компания А**

Заемные средства	- 50
Собственные средства	- 50
Активы	- 100
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	- 1
Коэффициент соотношения собственных средств к активам	- 50%

#### **Компания Б**

Заемные средства	- 75
Собственные средства	- 25
Активы	- 100
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	- 3
Коэффициент соотношения собственных средств к активам	- 25%

Таким образом, при выпуске ценных бумаг следует принимать во внимание существующую структуру капитала компании, которая может быть изменена посредством выпуска либо акций либо облигаций.

#### **2.4. Оценка менеджмента компании инвесторами**

Результаты деятельности компании во многом зависят от качества ее менеджмента. Поэтому инвесторы в первоочередном порядке проявляют интерес к структуре управления компанией, чтобы убедиться в том, что компания сможет выжить и нормально функционировать в кризисных ситуациях, например, если один из ее основателей или представителей высшего руководства неожиданно покинет компанию.

Инвесторов также интересует, имеет ли руководство компании четкие планы и представление о будущем развитии компании. В этой связи перед эмиссией ценных бумаг рекомендуется проводить презентационные встречи с потенциальными инвесторами, на которых руководство компании должно продемонстрировать наличие у него необходимых знаний, опыта и возможностей для реализации поставленных задач развития.

Кроме того, существенное влияние на привлекательность акций, а следовательно и их цены, с точки зрения инвесторов, оказывает деловая репутация руководства и этические стандарты корпоративного управления в компании.

Росту доверия инвесторов может способствовать включение в Совет директоров компании внешнего (“неисполнительного”) директора, известного в отрасли и обладающего богатым опытом управления аналогичными компаниями и способного привнести новые идеи в планы развития компании.

Высшее руководство компании должно убедить потенциальных инвесторов в том, что оно:

- способно формулировать задачи, из которых очевидны амбиции и стратегическое видение перспектив развития бизнеса компании;
- имеет четкое представление о положении дел в компании и отрасли, а также обладает напором, энергией и возможностями, необходимыми для достижения поставленных целей;
- способно адекватно оценивать риски, преодолевать проблемы и использовать свои конкурентные преимущества;
- способно вести за собой, мотивировать и управлять группой людей, ответственных за достижение поставленных целей.

Инвесторы склонны вкладывать средства в перспективные предприятия с динамичным и квалифицированным менеджментом, а не в предприятия, которые используются менеджментом для обеспечения своего благосостояния.

Инвесторы также обращают внимание на организационную структуру компании. Зрелая компания должна иметь четкую и логичную организационную структуру, в которой функции и обязанности строго распределены между различными подразделениями и службами. Особенно актуально данное требование для котируемых компаний. За отсутствие четкой организационной структуры фондовый рынок скорее всего накажет компанию снижением котировок ее акций.

## **2.5. Выбор профессиональных консультантов**

Процесс подготовки компании к эмиссии ценных бумаг занимает много времени и требует привлечения значительных людских ресурсов. Для проведения успешной публичной эмиссии компании необходимо выбрать профессиональных консультантов, которые окажут ей содействие в процессе подготовки и осуществления размещения ценных бумаг. Опытный финансовый консультант оценит реалистичность планов компании по выпуску ценных бумаг, представит ценные рекомендации относительно способов их успешного размещения и подготовит всю необходимую документацию. Кроме этого,

солидный финансовый консультант обладает широкой сетью деловых контактов и выходов на потенциальных инвесторов.

Руководство эмитента должно убедиться в том, что финансовый консультант обладает необходимыми профессиональными знаниями и опытом работы. Для этого можно обратиться за рекомендациями к другим эмитентам, имевшим дело с данным консультантом, или поинтересоваться мнением других профессиональных консультантов.

При проведении публичного размещения ценных бумаг на фондовой бирже эмитент, как правило, обращается за профессиональным содействием таких консультантов, как:

- инвестиционного банка, выступающего в роли андеррайтера;
- аудитора;
- юридического консультанта.

Важнейшая роль в процессе консультирования отводится *инвестиционному банку (андеррайтеру)*, в чьи функции входит координация всего процесса эмиссии и содействие в поиске инвесторов. Среди основных задач андеррайтера являются:

- координация процесса подготовки выпуска ценных бумаг;
- подготовка информационно-маркетинговых материалов для инвесторов, включая проспект эмиссии ценных бумаг;
- содействие в регистрации выпуска ценных бумаг;
- поиск потенциальных инвесторов;
- проведение встреч с потенциальными инвесторами;
- непосредственно андеррайтинг ценных бумаг, если предусмотрено условиями соглашения между эмитентом и инвестиционным банком (например, по условиям “твердого” андеррайтинга банк приобретает за свой счет весь выпуск ценных бумаг эмитента для их последующего размещения среди конечных инвесторов);
- содействие в прохождении процедуры листинга на фондовой бирже;

- содействие в выборе маркет-мейкеров на фондовой бирже.

О выборе андеррайтера см. также раздел 3.3 “Обзор процесса эмиссии ценных бумаг”.

Основная задача *аудитора* – привести к необходимому стандарту финансовую отчетность эмитента и представить заключение относительно достоверности представленных в ней данных. В идеале, можно порекомендовать компаниям работать с двумя аудиторскими фирмами: одна из которых являлась бы международно признанной компанией из числа “большой пятерки”, а вторая – российской фирмой. Выбор аудитора имеет большое значение для инвестора, так как служит своего рода «залогом уверенности» в качестве и достоверности представленных в финансовой отчетности данных.

Задача *юридического консультанта* – провести проверку “должной добросовестности” корпоративных документов компании и оказать содействие эмитенту при подготовке документов, представляемых на регистрацию выпуска ценных бумаг в регистрирующем органе. В этом контексте выбранная юридическая фирма должна быть хорошо знакома с особенностями российского корпоративного законодательства и законодательства в области ценных бумаг.

При выборе профессиональных консультантов компания-эмитент должна обратиться к нескольким кандидатам из каждой группы консультантов, для того чтобы выбрать наиболее достойного и по конкурентной цене. Безусловно, следует четко оговорить схему и размер вознаграждения за услуги. Оплата финансового консультанта может производиться либо из расчета почасовой оплаты (без платы “за успех”), либо в виде комиссионного вознаграждения “за успех” в зависимости от суммы привлеченных средств, либо представлять собой определенную комбинацию двух указанных методов. Отдельные консультанты соглашаются принять часть оплаты в виде акций эмитента.

Кроме оплаты услуг андеррайтера, аудитора и юридического консультанта, эмитент, размещающий ценные бумаги путем публичной подписки, может

оказаться перед необходимостью нести дополнительные расходы по оплате услуг депозитария, фондовой биржи, платежного агента, издательской фирмы, рекламного агентства, и др.

Некоторые из перечисленных выше расходов фиксированы и не зависят от объема эмиссии. Поэтому эмитентам (да и андеррайтерам) экономически невыгодно проводить эмиссии ценных бумаг объемом ниже определенной минимальной суммы, при которой выручка не оправдывает понесенных затрат.

## **2.6. Методы определения цены размещения ценных бумаг**

### **Фиксированная цена и определение цены путем тендера**

Андеррайтеры на Западе применяют два основных метода установления цены размещения ценных бумаг, и эмитенту следует понимать достоинства и недостатки каждого из них, чтобы совместно с андеррайтером выбрать тот, который наиболее подходит для предприятия. Этими широко распространенными методами являются:

- фиксированная цена выпуска;
- определение цены путем тендера.

При системе *фиксированных цен* цена размещения ценных бумаг фиксируется на весь период выпуска. Недостатком этой системы является то, что андеррайтер обычно устанавливает несколько заниженную цену, чтобы обезопасить себя на случай ухудшения конъюнктуры фондового рынка непосредственно перед или во время размещения ценных бумаг, в результате чего эмитент привлекает меньшую, чем мог бы, сумму средств. С другой стороны, этот метод установления цены прост и понятен даже неопытному инвестору и может повысить спрос на ценные бумаги эмитента.

При проведении *тендера* каждый инвестор должен указать, какое количество акций (облигаций) и по какой цене он готов купить. Например, инвестор может сообщить андеррайтеру о своих намерениях следующим образом:

При максимальной цене	300 руб. за акцию	я куплю	200 акций
При максимальной цене	250 руб. за акцию	я куплю еще	100 акций
При максимальной цене	200 руб. за акцию	я куплю еще	50 акций

Таким образом, если цена отсечения установлена, например, на уровне 225 рублей за акцию, инвестор купит 300 акций по цене 225 рублей за одну акцию.

Используя этот метод, андеррайтер может выстроить кривую спроса на ценные бумаги и установить цену на том уровне, при котором все акции будут реализованы.

Метод тендера более гибок и более точно отражает рыночную цену ценных бумаг. С другой стороны, он может показаться более сложным для мелких и неопытных инвесторов.

## **2.7. Как повысить интерес инвесторов к компании и ее ценным бумагам**

Основными инструментами повышения интереса инвесторов к новому выпуску ценных бумаг компании являются:

- информационно-маркетинговые материалы, включая информационный меморандум (главным образом применяется при частных размещениях ценных бумаг) и проспект эмиссии;
- презентации для финансовых аналитиков;
- презентации для инвесторов.

### **Информационный меморандум**

*Информационный меморандум* должен быть достаточно подробным и информативным, чтобы ответить на все вопросы, возникающие у потенциальных инвесторов и их консультантов. Хотя подготовка такого документа не является обязательной по российскому законодательству, при

частных размещениях информационный (или инвестиционный) меморандум может оказаться весьма эффективным средством маркетинга ценных бумаг.

Рекомендуемая структура информационного меморандума может включать:

- краткое содержание с представлением основных выводов информационного меморандума;
- подробное описание компании и основных направлений ее деятельности;
- состояние отрасли и рынка, на котором компания осуществляет свою деятельность;
- стратегия развития компании;
- анализ финансового состояния компании;
- факторы риска и факторы, определяющие развитие компании;
- менеджмент и организационная структура компании (важно отразить опыт и квалификацию высшего руководства компании);
- приложения.

Более подробная структура информационного меморандума для представления потенциальным инвесторам приводится в *Приложении 2* “Рекомендации по структуре и содержанию Информационного меморандума”.

В западных странах наблюдается тенденция включать в информационный меморандум все более подробную информацию о компании, а также описывать все возможные риски, чтобы обеспечить полную информированность потенциальных инвесторов.

### **Составление финансового прогноза**

Теоретически, цена акций определяется будущими доходами компании. Поэтому информационный меморандум должен содержать обоснованные финансовые прогнозы развития компании. Обычно, компании составляют прогноз развития на следующий финансовый год и на несколько последующих лет (два-три года). Некоторые из этих прогнозов можно включить в Информационный меморандум.

При этом важно четко и подробно описать предпосылки и допущения, на которых строятся бюджет компании и финансовый прогноз. Примеры таких предположений и допущений могут быть следующие:

- уровень инфляции X%;
- процентная ставка Y%;
- обменный курс рубля к доллару Z;
- оговорка относительно развития политической ситуации в стране;
- прогнозы развития внутреннего и внешнего рынков сбыта.

Рекомендуется включать в прогноз *анализ рисков*. Такой анализ показывает, как то или иное изменение различных факторов влияет на результаты деятельности компании. Что, например, произойдет с прогнозируемыми финансовыми результатами предприятия, если процентная ставка поднимется или опустится на X%, если обменный курс рубля повысится или понизится на Y%, если продажи возрастут на 5%, а не как планировалось 10%. С помощью подобного анализа инвесторы и само руководство компании могут оценить, какие из этих факторов являются наиболее критичными для достижения запланированных результатов. Разумеется, позже компании придется дать свои объяснения инвесторам в случае существенных расхождений между запланированными и реально полученными результатами.

### **Презентации для финансовых аналитиков и инвесторов**

Для повышения результативности публичных эмиссий настоятельно рекомендуется проводить *презентации* для финансовых аналитиков и инвесторов. Эффект от их проведения может оказаться гораздо выше, чем от объявлений в газетах. На презентациях руководство сможет рассказать о своей компании, перспективах ее развития и существующих возможностях. Важно хорошо подготовиться к таким презентациям и постараться продумать ответы на наиболее вероятные вопросы инвесторов и специалистов рынка.

В процессе подготовки к презентации представители компании должны уделить внимание следующим вопросам:

- четко сформулировать для себя цели и задачи инвестиционной и финансовой политики компании;
- проанализировать ситуацию на рынке и положение компании на нем;
- определить наиболее вероятный круг потенциальных инвесторов и их интересы;
- прорепетировать презентацию с использованием демонстрационных материалов.

Непосредственно на презентации представители руководства компании должны:

- четко и последовательно сформулировать цели привлечения дополнительного финансирования и требуемые объемы;
- объяснить ключевые факторы, определяющие успех в отрасли, и показать место предприятия в отрасли;
- представить преимущества компании в сравнении с конкурентами;
- раздать информационные материалы о компании, и
- ответить на все вопросы заинтересованных лиц.

Потенциальные инвесторы уделяют большое внимание качеству менеджмента компании. Хорошо подготовленная презентация, короткие, но четкие ответы на поставленные вопросы могут укрепить доверие инвесторов к компании и ее ценным бумагам.

### **Проспект эмиссии ценных бумаг**

Наличие информационного меморандума может облегчить компании и ее консультантам подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг. Проспект эмиссии является официальным документом раскрытия информации, распространяемым среди потенциальных приобретателей ценных бумаг. Требования к проспекту эмиссии в самом общем виде сформулированы в Законе РФ «О рынке ценных бумаг». Структура проспекта эмиссии должна включать:

- общую информацию об эмитенте;

- данные о финансовом положении эмитента;
- сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг;
- сведения о размещаемых ценных бумагах;
- дополнительную информацию.

Более подробно требования к проспекту эмиссии рассматриваются в следующей главе данного пособия, а также в *Приложении 3* “Требования к содержанию проспекта эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации”.

## 2.8. Расчет цены акций нового выпуска

### Оценка стоимости акций нового выпуска финансовыми аналитиками

При расчете цены размещения новых акций финансовые аналитики обычно проводят сравнение эмитента с аналогичными компаниями той же отрасли и примерно того же размера. При этом основное внимание уделяется анализу следующих показателей:

- доход на акцию (EPS), рассчитываемый как отношение чистой прибыли к количеству обыкновенных акций в обращении;
- соотношение рыночной цены к доходу на акцию, или коэффициент P/E;
- рентабельность собственного (акционерного) капитала (ROE), рассчитываемая как отношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала;
- среднегодовой темп роста чистой прибыли на акцию.

На следующем примере продемонстрируем данную методологию:

	Компания			База расчета		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
EPS (руб.)	25	26	31	50	48	51
Рыночная цена акции (руб.)				700	400	410
Рентабельность собственного капитала (%)	30%	28%	28%	40%	23%	35%

Коэффициент P/E			14	8	8
Темп роста EPS	4%	19%		-4%	6%

Предположим, что базовое значение показателя P/E, или средний рыночный показатель по аналогичным компаниям, равен 8 по итогам 1999 года. Тогда в отношении сравниваемой компании, намеревающейся разместить свои ценные бумаги на бирже, *в качестве исходного уровня* применяется базовый показатель P/E, рассчитанный по аналогичным компаниям отрасли. Таким образом, исходная цена акции сравниваемой компании рассчитывается в размере 248 рублей (коэффициент P/E x EPS или  $8 \times 31 = 248$ ). После этого финансовый аналитик применяет корректирующие коэффициенты, принимая во внимание следующие факторы:

- темпы роста компании;
- качество менеджмента (управления);
- качество продукции компании;
- рынки сбыта;
- размеры предприятия (более крупные предприятия обычно более привлекательны для инвестора).

Из вышесказанного можно сделать следующее заключение: цена акций компании в значительной степени определяется долгосрочными прогнозами ее доходов на акцию.

### **Оценка финансовых результатов деятельности компании**

Финансовые аналитики продолжают оценивать финансовые результаты деятельности компании с использованием финансовых коэффициентов и по завершении публичного размещения ценных бумаг. Аналитики будут анализировать не только прошлые и текущие результаты деятельности компании, но и составят прогноз ее развития на будущее. Для анализа используются такие показатели, как соотношение заемных и собственных средств (“леверидж”), коэффициенты ликвидности и рентабельности. Леверидж показывает долю заемных средств в структуре капитала, т.е. насколько

компания отягощена долгами. Коэффициенты ликвидности отражают способность компании погашать свои текущие обязательства и обеспечивать себя денежными средствами в случае необходимости. Коэффициенты рентабельности показывают эффективность использования активов компании. Определения и формулы расчета этих коэффициентов представлены в *Приложении 5 “Словарь терминов”*.

Использование финансовых коэффициентов для анализа компании дает следующие преимущества аналитикам, а также руководству компании, сторонним консультантам и потенциальным инвесторам:

- возможность сравнивать компанию с конкурентами в отрасли;
- возможность определять основные движущие силы и факторы бизнеса компании;
- выявлять проблемы и отклонения в производственно-хозяйственной деятельности компании с тем, чтобы впоследствии устранять их;
- анализ коэффициентов помогает лучше понять финансовую отчетность компании.

Кроме того, с помощью количественного анализа коэффициентов аналитики имеют возможность сравнить реальные результаты финансовой деятельности компании с расчетными (или прогнозными). Результаты анализа также позволяют руководству компании и ее консультантам выработать адекватную финансовую стратегию и бюджетный план, а также определить и оценить риски, которым подвержена компания.

Расчеты стандартных финансовых коэффициентов часто включаются компаниями в их финансовую отчетность. При этом важно иметь в виду, что качество анализа коэффициентов напрямую зависит от качества данных, используемых для их расчетов.

## **2.9. Российские и международные стандарты финансовой отчетности**

Проблема различий между Российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ) и Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) обсуждается в России с начала периода реформ. Опыт показывает, что финансовая отчетность, составленная по РСБУ и МСФО для одной и той же компании, будет существенно различаться. Имеются примеры, когда отчетность, составленная по РСБУ, представляет довольно благоприятную картину о финансовом положении компании, в то время как отчетность по МСФО представляет ее в крайне мрачном свете. В этой главе будут рассмотрены некоторые наиболее важные различия в методологии составления финансовой отчетности в соответствии с РСБУ и МСФО.

### **Различие целей составления отчетности**

#### ***Российские стандарты бухучета и налоговые органы***

Российские стандарты бухгалтерского учета имеют серьезные недостатки в плане достоверности представляемой информации о рыночной стоимости активов и чистой прибыли предприятия, а ведь именно эти данные представляют особый интерес для инвесторов. РСБУ уходят корнями во времена Советского Союза, когда такому понятию рыночной экономики, как «чистая прибыль», придавалось весьма небольшое значение. Основным предназначением финансовой отчетности по РСБУ было и остается ее представление в налоговые органы. Такая отчетность лишена необходимой прозрачности и достоверности, которые необходимы для иностранных инвесторов. Таким образом, основным пользователем финансовой отчетности, составляемой по РСБУ, продолжают оставаться налоговые органы, а не инвесторы или руководители компании.

#### ***Международные стандарты финансовой отчетности и инвесторы***

Российские стандарты бухгалтерского учета, не представляющие объективной и четкой картины о финансовом состоянии предприятий, являются серьезным препятствием для иностранных инвесторов, пытающихся оценить целесообразность осуществления инвестиций в то или иное российское предприятие. В противоположность этому, основной целью международных стандартов финансовой отчетности является представление объективной картины о текущем и прошлом положении компании и ее деятельности. Основными пользователями финансовой отчетности являются следующие группы лиц:

- *руководство компании* с целью осуществления контроля за ее деятельностью и выполнением намеченных планов производства и сбыта, а также с целью внесения необходимых корректив в оперативную и инвестиционную деятельность компании;
- *инвесторы* для формирования обоснованной точки зрения относительно целесообразности инвестиций в компанию;
- *кредиторы* для оценки способности компании обслуживать свои долги;
- *поставщики* для оценки способности компании оплачивать счета за поставленные ей товары;
- *потребители (клиенты)*, заинтересованные в продолжении компанией своей деятельности и выполнении их заказов;
- *работники*, заинтересованные в стабильном развитии своего предприятия;
- *общественность*, следящая за развитием предприятия.

Использование МСФО позволяет компаниям, планирующим привлечение инвестиций, представить потенциальным инвесторам, кредиторам и другим заинтересованным сторонам прозрачную и унифицированную информацию о своей деятельности. Финансовая отчетность, составленная в соответствии с МСФО, применима для количественных оценок и расчета рисков, используемых заинтересованными лицами при рассмотрении вопроса об инвестициях. Ниже будут рассмотрены фундаментальные принципы и правила, лежащие в основе составления финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами.

## **Концепция и основные принципы МСФО**

Финансовая отчетность по МСФО состоит из бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета об изменении финансового положения (например, отчета о движении денежных средств или о движении фондов), а также примечаний, других отчетов и комментариев к ним. *Бухгалтерский баланс* отражает финансовое положение компании, стоимость ее активов и обязательств, а также чистую стоимость компании (собственный капитал). На величины, представленные в балансе, оказывают влияние изменения рыночной стоимости активов и обязательств компании. Такие изменения могут существенно повлиять на размер собственного капитала компании.

Рентабельность компании оценивается главным образом на основе *Отчета о прибылях и убытках*. Показатель рентабельности служит основой для расчета будущего потенциального приращения активов и устойчивости компании в целом. Изменения рыночной стоимости активов компании могут сильно повлиять на отчет о прибылях и убытках. Такие изменения отражаются в Отчете о прибылях и убытках в форме прироста./уменьшения капитала и резервов.

*Отчет о движении денежных средств* показывает источники и направления использования денежных средств за период, связанные с финансовой, инвестиционной и основной деятельностью компании. По данному отчету инвестор может также судить о денежных доходах компании.

### ***Допущения и принципы***

Международные стандарты финансовой отчетности основываются на нескольких основополагающих допущениях и принципах, таких, как: метод *начисления* (accrual basis), *допущение о непрерывности деятельности* компании (going concern), принцип *осмотрительности* (prudence) и принцип *сопоставимости* (comparability).

Метод *начисления* означает, что операции и события признаются тогда, когда они произошли (а не по мере получения или выплаты денежных средств) и отражаются в финансовых отчетах тех периодов, к которым они относятся.

Допущение о *непрерывной деятельности* компании предполагает, что деятельность компании будет продолжаться без существенного сокращения ее деятельности. Это означает, что активы компании должны оцениваться в соответствии с этим принципом, а не оцениваться по ликвидационной стоимости. В отношении компании, испытывающей серьезные проблемы, аудиторы могут принять решение о неприменимости данного принципа.

Принцип *осмотрительности (осторожности, консерватизма)* означает, что при составлении финансовой отчетности должен проявляться консерватизм в оценке с тем, чтобы активы или прибыль не были завышены, а обязательства и расходы не были занижены. На практике при составлении финансовой отчетности всегда возникает много вопросов в отношении, например, оценки дебиторской задолженности, экономического и физического срока полезного использования оборудования, рыночной стоимости активов. В таких ситуациях, если применение альтернативных бухгалтерских процедур четко не определено, должен применяться консервативный метод оценки.

Принцип сопоставимости позволяет выявлять схожесть, различия и временные тенденции на основе отчетности компании за текущий и прошлый периоды а также сравнивать финансовую отчетность разных компаний. Принципы составления отчетности не должны бесосновательно изменяться от периода к периоду, а если изменения все же внесены, то в отчетности должны содержаться подробные объяснения причин и сути этих изменений, а также того, как эти изменения отразились на представлении отчетности за данный период.

Финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с принципами МСФО, должна обладать такими качественными характеристиками, как понятность, существенность, полнота и достоверность представляемой информации.

## Основные различия между РСБУ и МСФО

Основные различия между РСБУ и МСФО проявляются в подходах к принципам приоритета содержания над формой и учета затрат. РСБУ требуют строгого соблюдения законодательно прописанных норм составления отчетности (приоритет формы над содержанием), в то время как целью МСФО является отражение реальной экономической сущности операции (приоритет содержания над формой). Примером этого может служить порядок учета основных средств: МСФО позволяют и даже требуют списания части стоимости активов в том случае, если их рыночная стоимость окажется ниже балансовой.

В отношении учета затрат МСФО придерживается позиции, что затраты должны учитываться в период предполагаемого получения доходов, независимо от того, к какому периоду относятся соответствующие документы. РСБУ, напротив, требуют отражения затрат в том периоде, к которому относится документация. Эти принципиальные различия между РСБУ и МСФО проявляются в отдельных статьях баланса и отчета о прибылях и убытках. Ниже приводятся отдельные примеры таких различий.

### Бухгалтерский баланс

*Основные средства.* Хотя РСБУ разрешают использовать уже четыре метода начисления амортизации, однако, на практике предприятия до сих пор применяют только линейный метод амортизации по установленным нормам, так как именно такие отчисления признаются как расходы в целях налогообложения.

В соответствии с РСБУ внеплановое начисление износа, например, списание стоимости основных средств, возможно только при наличии документации, подтверждающей причину снижения полезных качеств или повреждения, а также с указанием лица, ответственного за потерю полезных качеств или причиненный ущерб. МСФО предписывают списание стоимости до восстановительной стоимости в случае, если она окажется ниже балансовой.

*Незавершенное производство.* РСБУ позволяют относить на эту статью часть общих и административных расходов, непосредственно не связанных с производством продукции. МСФО, напротив, предписывает включать в незавершенное производство только прямые затраты.

*Расчетный счет.* В соответствии в МСФО следует отражать только те банковские счета и денежные средства, которые доступны для расчета по текущим операциям. РСБУ позволяют отражать также и замороженные счета.

Кроме этого существенные различия между РСБУ и МСФО существуют в порядке учета малоценных и быстроизнашивающихся предметов, финансовых инвестиций, дебиторской задолженности, акций и лизинговых операций.

### **Отчет о финансовых результатах**

МСФО придерживаются *принципа соответствия* (принципа признания расходов), в соответствии с которым все расходы, связанные с доходами данного периода (т.е. с проданными товарами и предоставленными услугами), являются расходами данного периода. РСБУ же признают расходы тогда, когда выполняются определенные требования по представлению соответствующей документации. Эти различия оказывают влияние на статьи Отчета о прибылях и убытках, такие, как *себестоимость проданной продукции, управленческие расходы, налоги и проценты*.

*Себестоимость проданной продукции.* В соответствии с РСБУ общие и административные расходы могут включаться в *себестоимость реализованной продукции*, в то время как по МСФО данные расходы не могут относиться на себестоимость производства, так как они не связаны непосредственно с приобретением или производством товаров.

### **Проблемы ведения параллельного учета в соответствии с РСБУ и МСФО**

До того, как федеральные органы власти примут окончательное решение о внедрении МСФО в Российской Федерации, некоторые предприятия могут оказаться вынужденными вести параллельный учет по РСБУ и МСФО, каждый для своих целей: Один комплект отчетности в соответствии с РСБУ - для налоговых органов, другой в соответствии с МСФО - для потенциальных инвесторов и кредиторов.

При параллельном ведении бухгалтерского учета могут возникнуть, однако, некоторые проблемы и сложности:

- Различный уровень детализации по РСБУ и МСФО. Часто несколько статей баланса по РСБУ соответствуют лишь одной статье по МСФО, и наоборот;
- Различные временные рамки отчетных периодов, а также различная методология закрытия счетов в конце отчетного периода по РСБУ и МСФО;
- Сложности с учетом основных средств из-за различий в применении методов начисления износа (амортизации) по РСБУ и МСФО;
- Негативное отношение сотрудников к необходимости выполнения «двойной» работы;
- Признание задолженности. Например, при выставлении счета на предоплату, соответствующая запись будет внесена в счета по МСФО, в то время как по РСБУ не найдет отражения и будет признана лишь по получении подтвержденного (реального) счета. Аналогичная проблема возникает при учете наличных средств. По РСБУ статья «наличные средства» обновляется по получении выписки с банковского счета, а по МСФО - при получении или выставлении платежного поручения;
- Различия в учете запасов по РСБУ и МСФО;
- Учет кредиторской и дебиторской задолженности в разных валютах может потребовать дополнительных корректировок статей в момент сведения выставленных счетов и произведенных платежей. При закрытии счета в данной валюте в одной бухгалтерской книге, должен быть закрыт соответствующий счет в другой книге. Могут возникнуть несоответствия из-за курсовых разниц на моменты выставления счета и осуществления платежа.

Список различий и проблем при составлении отчетности по РСБУ и МСФО можно продолжить. Однако, существует ряд причин, говорящих в пользу перехода на МСФО при параллельном ведении учета в соответствии с РСБУ. Эти причины будут рассмотрены ниже.

### **МСФО и публично котируемые компании**

Как уже отмечалось, РСБУ предоставляют недостаточно полную и достоверную информацию о положении дел на предприятии. В этой связи аргументами в пользу перехода российскими предприятиями на МСФО могут быть следующие:

- Повышение качества решений, принимаемых руководством компании, так как эти решения будут основываться на более объективной информации;
- Финансовая отчетность будет более внятной и полезной для внешних партнеров компании, включая инвесторов, кредиторов, поставщиков и потребителей, результатом чего может стать их более активная поддержка компании.

Преимущества ведения параллельного учета по РСБУ и МСФО необходимо сопоставить с издержками, так как ведение учета по МСФО, в соответствии с российским законодательством, не освобождает от необходимости ведения учета по РСБУ. И все же можно рекомендовать предприятиям вести учет по обоим стандартам финансовой отчетности. В настоящий момент наблюдается тенденция приближения РСБУ к МСФО. В первую очередь, можно рекомендовать переход на новую систему бухучета тем компаниям, которые рассматривают возможность публичных эмиссий ценных бумаг и получения статуса публично котируемых компаний.

В любом случае этот вопрос следует решить до планируемого выпуска ценных бумаг. Вознаграждением за понесенные издержки послужит возросший интерес к компании со стороны внешних инвесторов и в долгосрочном плане снизит стоимость привлечения капитала для компании. Если инвестор будет располагать объективной информацией о положении дел на предприятии, он

будет готов вложить средства под более низкую процентную ставку, так как риск в этом случае лучше просчитывается.

Важность реформы бухгалтерского учета в России очевидна как с точки зрения потенциальных инвесторов, так и самих компаний, планирующих привлечение инвестиций путем эмиссии ценных бумаг.

### **3. Порядок и процедуры эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации**

В данной главе представлены основные законодательные требования, а также практические аспекты, связанные с процедурой эмиссии корпоративных ценных бумаг - акций и облигаций – в Российской Федерации. Все вопросы рассматриваются с точки зрения предприятия-эмитента, планирующего привлечение капитала путем выпуска ценных бумаг. Эта достаточно обширная тема разбита на следующие 6 разделов:

- 3.1. Законодательные и нормативные акты, регулирующие выпуск ценных бумаг в России;
- 3.2. Основные понятия в эмиссии ценных бумаг;
- 3.3. Обзор процесса эмиссии ценных бумаг;
- 3.4. Процедура выпуска ценных бумаг и ее этапы;
- 3.5. Примерный план-график эмиссии ценных бумаг;
- 3.6. Затраты, связанные с выпуском и размещением ценных бумаг на рынке.

Основное внимание уделено описанию поэтапного процесса эмиссии ценных бумаг (раздел 3.4), представляющего наибольший практический интерес для эмитентов. Однако, акционерным обществам, недостаточно хорошо знакомым с процедурами эмиссии, будет полезно ознакомиться и с другими аспектами данной проблемы, включая законодательное регулирование выпуска ценных бумаг в Российской Федерации.

#### **3.1. Законодательные и нормативные акты, регулирующие выпуск ценных бумаг в России**

Основными правовыми актами, имеющими непосредственное отношение к вопросам регулирования эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации, в настоящее время являются следующие:

- **Федеральный Закон от 26.12.1995г. № 208-ФЗ “Об акционерных обществах”**;
- **Федеральный Закон от 22.12.1996г. № 39-ФЗ “О рынке ценных бумаг”**;
- **“Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии”**, утвержденные постановлением ФКЦБ от 11.11.1998г. №47.

**Закон об акционерных обществах** определяет порядок создания и правовое положение открытых и закрытых акционерных обществ, принципы корпоративного управления АО, а также наиболее общие положения относительно выпуска, размещения и отчуждения ценных бумаг акционерными обществами, и основные требования в области раскрытия информации и защиты прав акционеров.

**Закон о рынке ценных бумаг** регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Среди основных вопросов, регулируемых законом: виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая брокерско-дилерскую, депозитарную, регистраторскую, деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг; общие положения об эмиссионных ценных бумагах, порядок и процедуры выпуска и регистрации ценных бумаг, способы размещения и особенности их обращения. Кроме того, закон устанавливает основы государственного регулирования рынка ценных бумаг, определяя Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) в качестве “федерального органа исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг” и наделяя ее широкими регулирующими, законотворческими и контролирующими полномочиями.

**Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии** (называемые

ниже *Стандартами эмиссии*) представляют собой документ, самым непосредственным образом и наиболее полно регулирующий процедуры выпуска и государственной регистрации эмиссионных ценных бумаг. В нем содержатся подробные требования, предъявляемые к структуре и содержанию проспекта эмиссии и других регистрационных документов.

Среди прочих законодательных и нормативных актов, в той или иной мере имеющих отношение к регулированию процедур эмиссии и регистрации корпоративных ценных бумаг, следует выделить следующие:

- *Гражданский кодекс Российской Федерации (части первая и вторая);*
- *Федеральный Закон от 5.03.1999г. № 46-ФЗ “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг”;*
- *“Положение о квартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг”, утвержденное постановлением ФКЦБ от 11.08.1998г. №31;*
- *“Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг”, утвержденное постановлением ФКЦБ от 12.08.1998г. №32);*
- *“Положение о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки”, утвержденное постановлением ФКЦБ от 20.04.1998г. №9);*
- *“Положение о системе раскрытия информации на рынке ценных бумаг”, утвержденное постановлением ФКЦБ от 9.01.1997г. №2), и др.*

Для лучшего понимания особенностей эмиссионного процесса в России в следующем разделе будут рассмотрены основные термины и определения, которыми оперирует российское законодательство в отношении эмиссии ценных бумаг.

### **3.2. Основные понятия в эмиссии ценных бумаг**

Российское законодательство о рынке ценных бумаг оперирует несколькими, схожими по звучанию, но различными по смыслу, понятиями применительно к процедурам эмиссии ценных бумаг:

- *Решение о размещении ценных бумаг;*
- *Решение о выпуске ценных бумаг;* и
- *Способ размещения ценных бумаг.*

Ниже приводятся определения и основные различия между данными понятиями.

### **Решение о размещении ценных бумаг**

*Решение о размещении ценных бумаг* обозначает вопрос повестки дня общего собрания акционеров или совета директоров, по которому данный орган управления обществом принимает одно из следующих решений:

- Учреждение акционерного общества;
- Увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций;
- Увеличение уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости акций;
- Увеличение номинальной стоимости акций за счет погашения акций с сохранением размера уставного капитала;
- Размещение акций определенной категории путем конвертации в них конвертируемых акций другой категории;
- Уменьшение уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций;
- Внесение изменений в устав общества, касающихся предоставляемых по акциям прав;
- Консолидация акций;
- Дробление акций;
- Размещение облигаций.

## Решение о выпуске ценных бумаг

*Решение о выпуске ценных бумаг* представляет собой специальный документ, который утверждается уполномоченным органом компании «на основании и в соответствии с решением о размещении ценных бумаг». *Стандарты эмиссии* определяют *решение о выпуске* как «документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой».

## Способ размещения ценных бумаг

Размещение акций может осуществляться одним из четырех возможных *способов*:

- Распределения среди учредителей при учреждении АО;
- Распределения среди акционеров АО;
- Подписки;
- Конвертации.

В отличие от акций, облигации размещаются только путем:

- Подписки; и
- Конвертации.

*Способы размещения* различаются следующими характеристиками: источниками оплаты размещаемых ценных бумаг; кругом лиц, среди которых распределяются ценные бумаги; принципом распределения ценных бумаг.

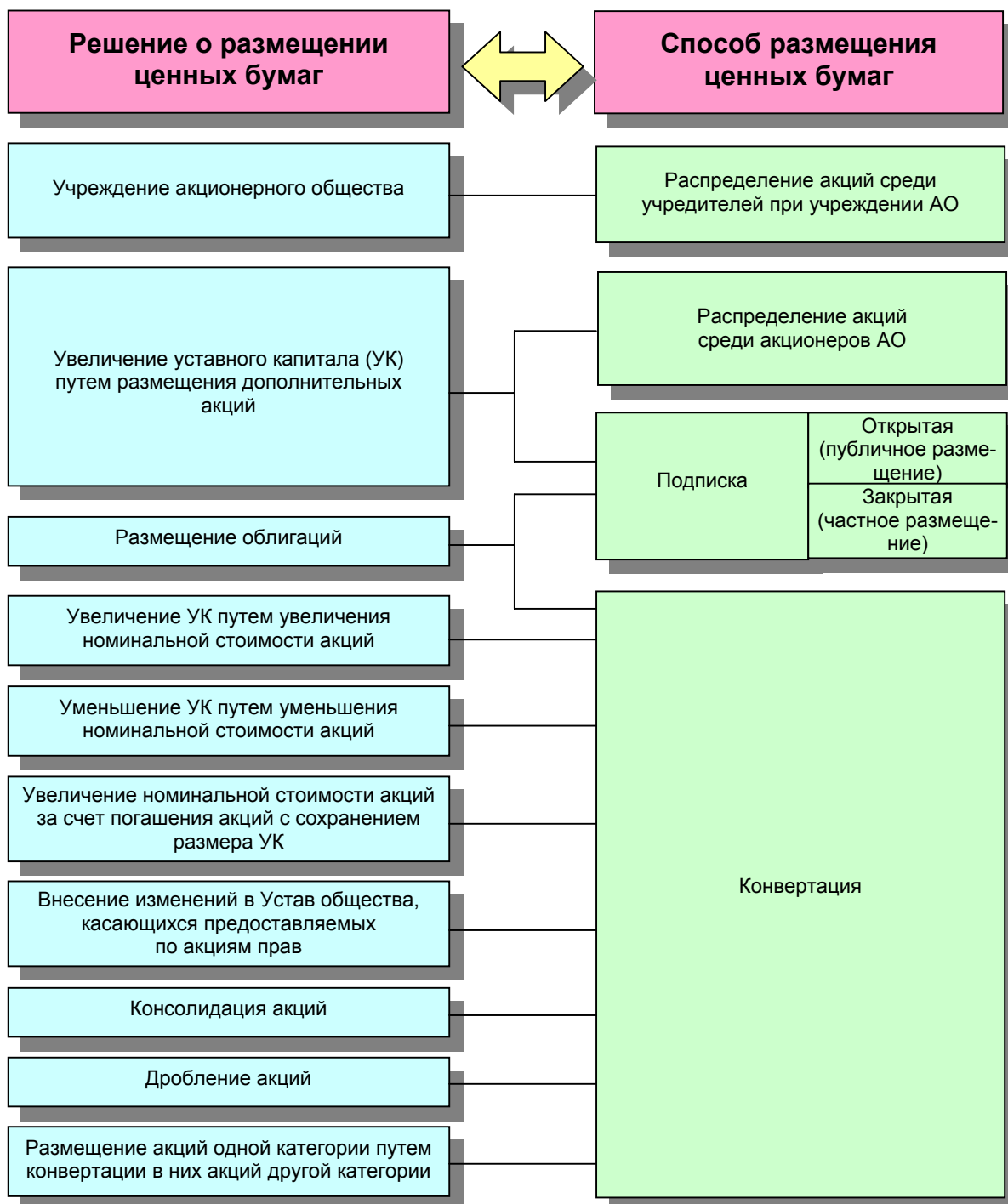
Например, при размещении дополнительных акций может быть три источника их оплаты: собственные финансовые ресурсы компании (прибыль, добавочный капитал, эмиссионный доход); дополнительные взносы инвесторов; ранее размещенные облигации и иные конвертируемые в акции ценные бумаги. *Первый источник*, собственные ресурсы компании, используется при распределении акций среди акционеров. При этом дополнительно выпускаемые акции распределяются между ними пропорционально числу уже имеющихся акций. *Второй*

*источник оплаты*, дополнительные взносы инвесторов, имеет место при размещении акций по подписке. В этом случае акции распределяются между инвесторами в пропорции, установленной договором об их приобретении. Использование *третьего источника* связано с конвертацией, при которой оплата вновь эмитируемых акций осуществляется за счет ранее размещенных, оплаченных ценных бумаг.

Следующая схема в наглядной форме показывает соотношение понятий «*Решение о размещении ценных бумаг*» и «*Способ размещения ценных бумаг*».

**Схема 1**

**Соотношение понятий «Решение о размещении ценных бумаг» и «Способ размещения ценных бумаг»**



### 3.3. Обзор процесса эмиссии ценных бумаг

Прежде чем приступить к официальным процедурам эмиссии, занимающим по времени до нескольких месяцев, руководство компании должно составить себе четкое представление о целях предполагаемой эмиссии, последовательности необходимых шагов и законодательных требованиях, предъявляемым к процедурам выпуска ценных бумаг в Российской Федерации. Среди первоначальных шагов, которые могут потребоваться, следует указать разработку концепции эмиссии, проведение предварительного анализа «должной добросовестности» в связи с планируемым выпуском ценных бумаг, выбор финансового консультанта (андеррайтера) и некоторые другие мероприятия. Лишь после этого компании следует приступать к официальным процедурам эмиссии. Более подробно данные этапы рассматриваются в следующем разделе.

#### Концепция эмиссии

До того, как приступить к подготовке официальных документов, эмитенту необходимо определить следующие принципиальные вопросы:

- цели планируемой эмиссии ценных бумаг;
- объем средств, который предполагается привлечь с помощью эмиссии (целесообразный объем эмиссии);
- вид и тип выпускаемых ценных бумаг (напр., акции, обыкновенные или привилегированные, либо облигации, простые или конвертируемые) и способы их оплаты (напр., деньгами или имуществом, другими ценными бумагами);
- целевая группа инвесторов (на кого будет ориентирован выпуск ценных бумаг - акционеров или внешних инвесторов, институциональных или индивидуальных инвесторов);
- способы (напр., закрытая или открытая подписка) и места размещения ценных бумаг;
- потенциальные риски и возможные ограничения выпуска.

Для того, чтобы правильно и адекватно решить все эти вопросы, эмитентом разрабатывается *Концепция эмиссии ценных бумаг*, наличие которой может существенно облегчить последующий процесс эмиссии и регистрации. И хотя по действующему законодательству подготовка такого документа не является обязательным условием регистрации выпуска, разработка грамотной концепции, как показывает практика, является залогом успешного размещения выпуска ценных бумаг.

Очевидно, что содержание концепции сугубо специфично и определяется многими факторами: индивидуальными особенностями эмитента, целями его эмиссионной политики, текущим финансовым состоянием, имеющимися ограничениями на выпуск и размещение ценных бумаг, существующим уровнем ликвидности уже выпущенных ценных бумаг и т.д. Вместе с тем, можно выделить несколько общих требований, которым должна отвечать концепция.

Во-первых, цели, условия и предложения, закладываемые в концепцию эмиссии, должны увязываться с общей концепцией и стратегией развития компании. Например, потребность в ресурсах, мобилизуемых путем размещения новых выпусков ценных бумаг, должна определяться исходя из инвестиционных программ эмитента, а решение относительно вида выпускаемых ценных бумаг – с учетом сложившейся структуры акционерного капитала и рекомендаций по проведению рациональной политики заимствований.

Во-вторых, концепция эмиссии должна содержать анализ внешних условий, включая состояние и прогноз развития фондового рынка в стране, региональных рынков и торговых площадок, инвестиционный спрос на новые выпуски корпоративных ценных бумаг и т.п.

В-третьих, в концепции должна быть дана характеристика целей эмиссионной политики и ее основных ограничений. К их числу, например, могут относиться такие факторы, как сохранение доли государства или муниципального образования в уставном капитале акционерного общества, желание существующих

владельцев сохранить за собой контрольный пакет акций предприятия, ограничения в отношении цены размещения ценных бумаг и др.

И, наконец, концепция должна содержать развернутое описание и сравнительный анализ различных вариантов осуществления эмиссии, которые могут различаться по размерам и срокам выпуска, видам и категориям выпускаемых ценных бумаг, стратегии размещения эмиссии.

Грамотно составленная концепция эмиссии поможет компании определиться, стоит ли ей выходить на фондовый рынок вообще, и если да, то когда и каким образом, а, кроме того, даст возможность руководству компании оперативно и эффективно адаптировать свою эмиссионную политику в случае тех или иных изменений, возможных как внутри компании, так и на российском рынке ценных бумаг.

### **Анализ должной добросовестности (Due diligence)**

Предварительный анализ «должной добросовестности» также следует провести на ранних этапах подготовки к эмиссии ценных бумаг. В самом общем виде, данный процесс представляет собой тщательный анализ внутренних документов компании - силами самой компании и ее консультантов - на предмет их достоверности и соответствия законодательству, а также предусматривает проверку существенных фактов деятельности компании с целью выявления и устранения тех моментов, которые могли бы в будущем воспрепятствовать успешной эмиссии.

### **Выбор андеррайтера**

Выбор андеррайтера (финансового консультанта) является важной частью процесса подготовки эмиссии ценных бумаг. Компания, намеревающаяся осуществить выпуск ценных бумаг, должна выбрать такого консультанта, квалификация и опыт которого в наибольшей мере отвечали бы ее запросам. В принципе привлечение андеррайтера (финансового консультанта) для осуществления эмис-

сии не является обязательным по российскому законодательству. Тем не менее, участие в этом процессе профессионала является желательным, и, как показывает практика, зачастую выступает ключевым фактором успешного размещения ценных бумаг, особенно если эмитент не обладает достаточным опытом работы на фондовых рынках и не владеет техникой эмиссии ценных бумаг. Опытный андеррайтер может помочь эмитенту не только в определении наиболее реальных и эффективных способов привлечения капитала, уточнении параметров и структуры эмиссии, но и оказать ощутимую практическую помощь на последующих этапах подготовки эмиссии, регистрации и размещения ценных бумаг.

Выбор андеррайтера следует осуществлять в соответствии с такими критериями, как опыт, квалификация, репутация, знание отрасли и специфики российского фондового рынка. Кроме того, важно, чтобы андеррайтер мог при необходимости сформировать сильный синдикат андеррайтеров и имел выход на широкий круг институциональных и индивидуальных инвесторов.

Солидный инвестиционный банк должен быть также в состоянии поддерживать вторичный рынок ценных бумаг компании, обеспечивая необходимую ликвидность и не допуская излишних колебаний цен на них.

После того, как определены основные параметры эмиссии, проведена внутренняя проверка должной добросовестности и выбран андеррайтер, компания может приступать к официальным процедурам эмиссии ценных бумаг.

### **Официальная процедура эмиссии ценных бумаг**

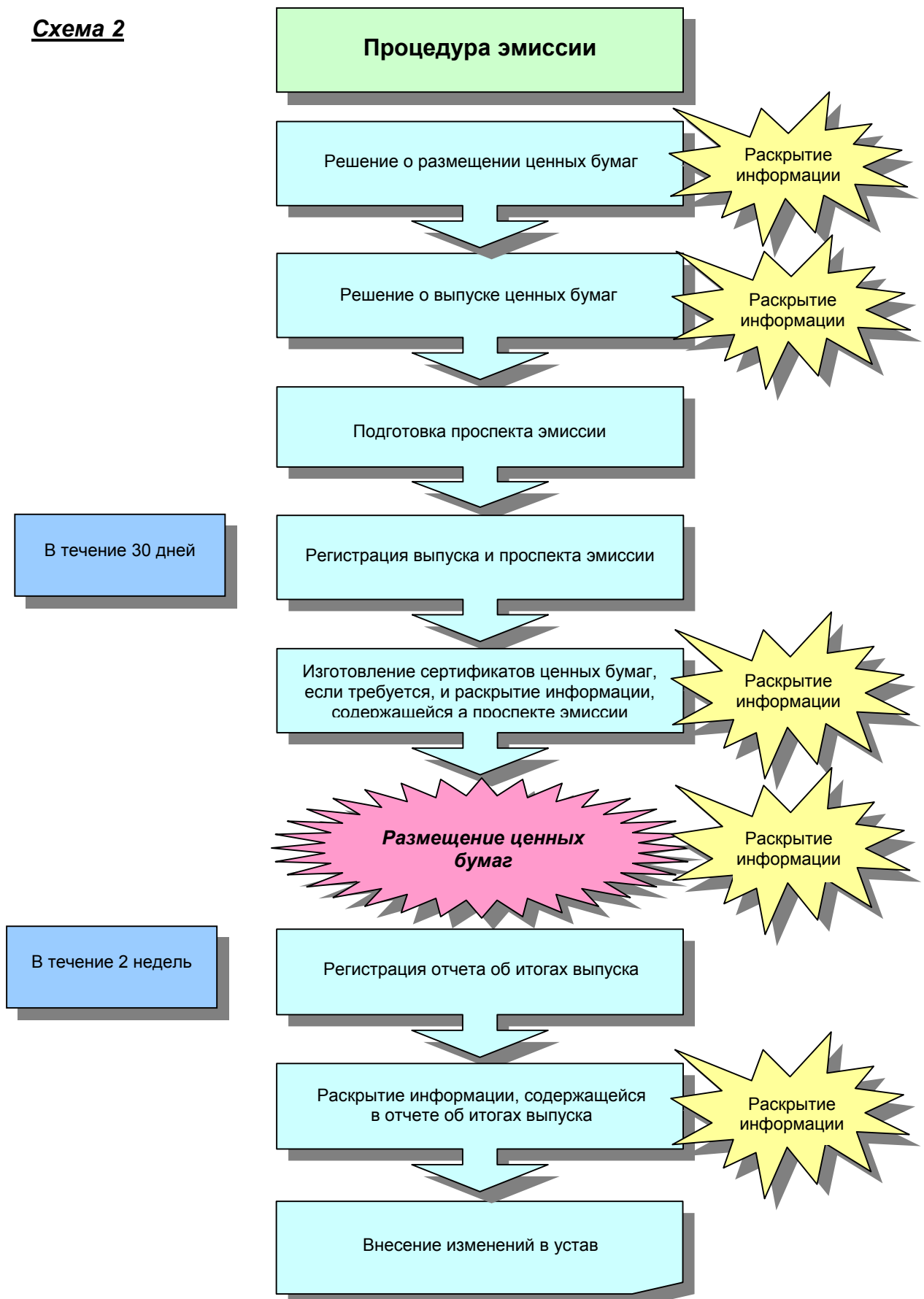
Процедура выпуска ценных бумаг представляет собой определенную последовательность действий, нацеленных на размещение ценных бумаг. В соответствии с российским законодательством о рынке ценных бумаг данная процедура включает следующие этапы и действия:

1. *принятие решения о размещении ценных бумаг;*

2. утверждение *решения о выпуске* ценных бумаг;
3. подготовка *проспекта эмиссии* ценных бумаг (в случае, если регистрация выпуска должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии);
4. *регистрация* выпуска ценных бумаг и их проспекта эмиссии;
5. изготовление сертификатов ценных бумаг (для документарной формы выпуска) и раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
6. *размещение* ценных бумаг;
7. регистрация *отчета об итогах выпуска* ценных бумаг;
8. раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска; и
9. внесение соответствующих изменений в устав общества.

В наглядном виде процедура эмиссии ценных бумаг представлена на *Схеме 2* ниже.

**Схема 2**



Следует отметить, что российское законодательство о рынке ценных бумаг особое внимание уделяет вопросам **раскрытия информации** акционерными обществами при осуществлении ими новых эмиссий. Раскрытие информации осуществляется в форме сообщений о принятых АО решениях и действиях, связанных с эмиссией ценных бумаг, в соответствии с установленными процедурами.

Значительная часть норм, регулирующих порядок и объем раскрытия информации, в настоящее время содержится в нормативных актах ФКЦБ. Среди основных актов, так или иначе посвященных проблеме раскрытия информации, можно выделить следующие:

- *«Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии»*, утвержденные постановлением ФКЦБ от 11.11.1998г. №47;
- *«Положение о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг»*, утвержденное постановлением ФКЦБ от 11.08.1998г. №31;
- *«Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг»*, утвержденное постановлением ФКЦБ от 12.08.1998г. №32;
- *«Положение о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки»*, утвержденное постановлением ФКЦБ от 20.04.1998г. №9, и др.

Для того, чтобы обеспечить акционерам возможность быть в курсе принимаемых АО решений и чтобы в случае необходимости они могли заблаговременно принять необходимые меры, ФКЦБ предусмотрела в своих нормативных актах обязательность раскрытия эмитентом информации практически обо всех основных этапах процедуры эмиссии, в том числе о принятом решении, о регистрации выпуска ценных бумаг, а также о завершении размещения ценных бумаг.

В случае размещения открытым акционерным обществом акций или ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем *открытой подписки* в «Приложении к Вестнику Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» публикуются:

- *Сообщение о принятии решения о размещении ценных бумаг;*
- *Сообщение о государственной регистрации выпуска ценных бумаг; и*
- *Сообщение об истечении срока размещения акций, указанного в зарегистрированном решении об их выпуске и проспекте эмиссии, а в случае, если все акции были размещены до истечения этого срока, - сообщение о размещении последней акции этого выпуска.*

При размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем *закрытой подписки* порядок и объем раскрытия информация эмитентом в целом аналогичны описанным выше. Исключение составляют только те моменты, что при закрытой подписке сообщение о принятии решения о размещении и сообщение о регистрации выпуска дополняется информацией о круге лиц, среди которых предполагается разместить ценные бумаги, и информацией о предполагаемых крупных сделках и сделках, в совершении которых имеется заинтересованность. При этом, при закрытой подписке требование об обязательном опубликовании предъявляется только к сообщению о принятии решения о размещении и только в отношении акционерных обществ с числом акционеров 1.000 и более, а также к компаниям, регистрация выпусков которых осуществляется центральным аппаратом ФКЦБ (см. раздел 3.4). Вся остальная информация может быть раскрыта как путем опубликования в «Приложении к Вестнику ФКЦБ», так и путем направления акционерам письменного сообщения.

### **3.4. Этапы процесса выпуска ценных бумаг**

В следующем разделе подробно описываются поэтапные процедуры и действия, предусмотренные российским законодательством, в связи с эмиссией ценных бумаг, размещаемых путем подписки.

#### **Решение о размещении ценных бумаг**

Первым шагом в любой эмиссии ценных бумаг является принятие акционерным обществом *решения о размещении ценных бумаг*. Данное решение может быть принято общим собранием акционеров или советом директоров (в случае, если такие полномочия предоставлены последнему решением общего собрания акционеров или уставом АО)<sup>3</sup>.

*Решение о размещении ценных бумаг* должно содержать информацию о:

- способе размещения;
- сроке размещения;
- цене (или порядке определения цены) размещения;
- иных условиях размещения ценных бумаг;
- форме и порядке оплаты ценных бумаг.

В соответствии с действующими требованиями по раскрытию информации акционерное общество после принятия решения о размещении ценных бумаг обязано опубликовать в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России», официальном печатном органе ФКЦБ, следующие сведения:

- полное наименование эмитента;
- вид (акции, облигации, иные ценные бумаги), категорию (тип) - для акций, серию - для облигаций, и форму размещаемых ценных бумаг;
- орган, принявший это решение, и дату его принятия;
- количество размещаемых ценных бумаг;
- указание на применение или неприменение преимущественного права приобретения;
- сроки и иные условия размещения ценных бумаг (за исключением цены размещения).

## **Решение о выпуске ценных бумаг**

---

<sup>3</sup> В соответствии с ожидаемыми поправками к закону «Об акционерных обществах» решения о закрытой подписке, а также о размещении более 25% акций общества будут приниматься только общим собранием акционеров квалифицированным большинством голосов.

*Решение о выпуске ценных бумаг*, следующий важный этап в процессе эмиссии, должно быть утверждено советом директоров (наблюдательным советом) АО не позднее 6 месяцев с момента принятия *решения о размещении ценных бумаг*.

*Решение о выпуске* должно четко определять порядок и условия размещения ценных бумаг, а также порядок реализации закрепленных ценной бумагой прав. При этом установленный *решением о выпуске* порядок размещения ценных бумаг не должен исключать или существенно затруднять акционерам возможность приобретения таких ценных бумаг.

На этом этапе эмитенты публично обращающихся ценных бумаг и эмитенты, регистрация выпусков ценных бумаг которых отнесена к компетенции центрального аппарата ФКЦБ России, обязаны раскрыть информацию об утверждении *решения о выпуске ценных бумаг* в форме сообщения о существенном факте, затрагивающем финансово-хозяйственную деятельность эмитента (см. также раздел 5.2). Информация подлежит раскрытию в срок не более 5 рабочих дней со дня составления протокола заседания совета директоров, на котором было утверждено *решение о выпуске*.

### **Подготовка проспекта эмиссии ценных бумаг**

В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг процедура эмиссии ценных бумаг должна сопровождаться подготовкой и регистрацией *проспекта эмиссии ценных бумаг* в случаях:

- публичного размещения ценных бумаг среди неограниченного круга владельцев; или
- частного размещения ценных бумаг среди заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500; а также если
- общий объем эмиссии превышает 50 тысяч минимальных размеров оплаты труда (МРОТ).

Иными словами это означает, что при незначительных объемах эмиссии и размещении ценных бумаг среди небольшого ограниченного круга инвесторов, эмитент освобождается от необходимости готовить и регистрировать проспект эмиссии. Две категории «освобожденных» выпусков включают закрытые размещения: 1) объемом до 50 тысяч МРОТ включительно и 2) среди инвесторов, число которых не превышает 500.

*Проспект эмиссии ценных бумаг, как и решение о выпуске, утверждается советом директоров (наблюдательным советом) акционерного общества.*

*Проспект эмиссии содержит существенную информацию об эмитенте и его ценных бумагах. Данный документ играет двойственную и, как может показаться, противоречивую роль. С одной стороны, проспект эмиссии используется компанией-эмитентом и андеррайтером в маркетинговых целях для стимулирования продаж ценных бумаг эмитента. В силу этого эмитент склонен отражать в проспекте эмиссии только лишь позитивные моменты (см. вставку 1). Однако, с другой стороны, проспект эмиссии является инструментом раскрытия информации и поэтому должен содержать все существенные, в том числе и невыигрышные для эмитента, факты, которые могут повлиять на решение инвестора относительно приобретения его ценных бумаг. К таким фактам, в частности, относятся информация об основных факторах риска, включая неудовлетворительное или неустойчивое финансовое положение компании, высокий уровень задолженности, острую конкуренцию в отрасли, чрезмерную зависимость от отдельных ключевых сотрудников, поставщиков или клиентов, судебные разбирательства и т.д. Все эти и другие подобные моменты должны быть отражены в проспекте эмиссии в специальном разделе “Факторы риска”, где перечисляются слабые и уязвимые стороны компании.*

Наиболее общие требования к проспекту эмиссии содержатся в статье 22 Закона о рынке ценных бумаг. Однако детальные требования к структуре, форме и содержанию проспекта эмиссии установлены *Стандартами эмиссии*, утвержденными постановлением ФКЦБ № 47. В соответствии с ними проспект эмис-

сии должен содержать подробную информацию об эмитенте и о его ценных бумагах и включать пять основных разделов:

- Данные об эмитенте;
- Данные о финансовом положении эмитента;
- Сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг;
- Сведения о размещаемых ценных бумаг;
- Дополнительная информация.

Раздел **«Данные об эмитенте»** раскрывает общую информацию о компании и ее деятельности, основных видах производимой продукции и оказываемых услугах, источниках сырья и материалов, рынках сбыта продукции (услуг), основных конкурентах, планах дальнейшего развития компании, и факторах риска, которым будут подвергаться владельцы ценных бумаг.

В раздел **«Данные о финансовом положении эмитента»** включается годовая финансовая отчетность компании за три последних года, данные об уставном капитале эмитента, объявленных акциях и прочая финансовая информация.

В разделе **«Сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг»** описываются все зарегистрированные ценные бумаги компании, включая описание прав, предоставляемых этими ценными бумагами, способов их размещения, а также основных рынков, на которых они обращаются.

**«Сведения о размещаемых ценных бумагах»** содержат указание на количество размещаемых ценных бумаг; права, предоставляемые их владельцам; способы, сроки и порядок их размещения; раскрывают информацию об андеррайтерах, а также о предполагаемом использовании средств от эмиссии.

В разделе **«Дополнительная информация»** указываются ограничения в обращении ценных бумаг, если таковые имеются, и прочие особенности выпуска и обращения новых ценных бумаг.

Более подробно типовая структура и содержание проспекта эмиссии ценных бумаг в соответствии с российскими стандартами представлены в *Приложении 3*.

Подготовка проспекта эмиссии является одной из наиболее серьезных и трудоемких задач, стоящих перед эмитентом и его финансовым консультантом (андеррайтером). Поскольку законом установлен запрет на рекламу ценных бумаг до государственной регистрации их выпуска, проспект эмиссии выполняет в этот период важную роль по распространению информации о предстоящем выпуске ценных бумаг и их маркетингу.

**Вставка 1. Какие факторы являются определяющими при принятии инвестором решения о приобретении акций компании?**

Чтобы заинтересовать инвесторов, эмитент, осуществляющий размещение ценных бумаг, должен четко, но не отступая от объективности, продемонстрировать в проспекте эмиссии и других маркетинговых и информационных материалах все свои сильные стороны. В этом смысле наиболее значимыми с точки зрения инвестора являются следующие факторы:

- опытность, целостность, профессионализм и эффективность менеджмента компании;
- конкурентные позиции компании в отрасли, качество ее продукции и услуг, потенциал роста;
- финансовое положение компании и результаты ее финансово-хозяйственной деятельности за несколько последних лет;
- планируемое использование средств от эмиссии.

Эффективность, профессионализм и целостность менеджмента являются наиболее важными факторами, способными привлечь интерес инвесторов к компании и ее ценным бумагам. Инвесторы справедливо рассматривают эти качества как наиболее важный показатель того, что их инвестиции будут сохранены и преумножены, что руководители компании смогут реализовать стратегию и обеспечить достижение поставленных целей.

Другими важными характеристиками являются размер компании, прибыльность бизнеса и потенциал роста. Чтобы оценить, смогут ли ценные бумаги компании заинтересовать инвесторов, руководству следует проанализировать динамику продаж и уровень доходности своей компании за несколько последних, обычно 3-5, лет. В отношении отдельных

видов бизнеса инвесторы склонны уделять больше внимания потенциалу роста компании, а не результатам ее деятельности в прошлом. Недостаток опыта работы на рынке может компенсироваться такими ценными качествами, как уникальность производимой продукции или услуг, значительный потенциал роста или нахождение у руля команды менеджеров с проверенным опытом успешного руководства другими компаниями.

И, наконец, наряду с декларацией перспектив роста, руководство компании должно продемонстрировать то, как будут использованы привлекаемые средства для достижения поставленных целей. В этом контексте, например, привлечение компанией средств главным образом для погашения или реструктуризации долга воспринимается инвесторами как негативный факт. Это в сущности означает, что, покупая ценные бумаги, инвесторы оплачивают прошлое, а не будущее компании. Настороженно воспринимаются также заявления о том, что средства привлекаются на общие цели корпоративного финансирования. Более впечатляющими являются такие направления использования средств, как приобретение нового оборудования, финансирование перспективных прикладных разработок и технологий, покупка и поглощение компаний и др.

## Регистрация выпуска и проспекта эмиссии ценных бумаг

В соответствии с российским законодательством все новые выпуски ценных бумаг должны пройти государственную регистрацию. В настоящее время к органам, уполномоченным осуществлять государственную регистрацию выпусков ценных бумаг, относятся:

- Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) и ее региональные отделения<sup>4</sup>;
- Министерство финансов РФ (Минфин России);
- Центральный банк РФ (Банк России).

Крупнейшие российские компании-эмитенты, перечень которых устанавливается и время от времени пересматривается ФКЦБ России<sup>5</sup>, обязаны регистрировать свои выпуски эмиссионных ценных бумаг в центральном аппарате Феде-

---

<sup>4</sup> На момент составления пособия в структуре ФКЦБ всего насчитывалось 15 региональных отделений (РО), включая: Московское, Санкт-Петербургское, Свердловское, Челябинское, Омское, Новосибирское, Иркутское, Самарское, Нижегородское, Ростовское, Приморское, РО в Республике Татарстан, Саратовское, Красноярское, Орловское.

ральной комиссии по рынку ценных бумаг, а остальные корпоративные эмитенты (не являющиеся кредитными учреждениями) в соответствующих региональных отделениях (РО) ФКЦБ в зависимости от региона местонахождения компании.

В соответствии с существующим разделением полномочий Министерство финансов РФ осуществляет регистрацию выпусков ценных бумаг правительства РФ, субъектов РФ и муниципальных образований, страховых компаний, а также выпусков ценных бумаг, осуществляемых с целью реструктуризации задолженности перед федеральным бюджетом.

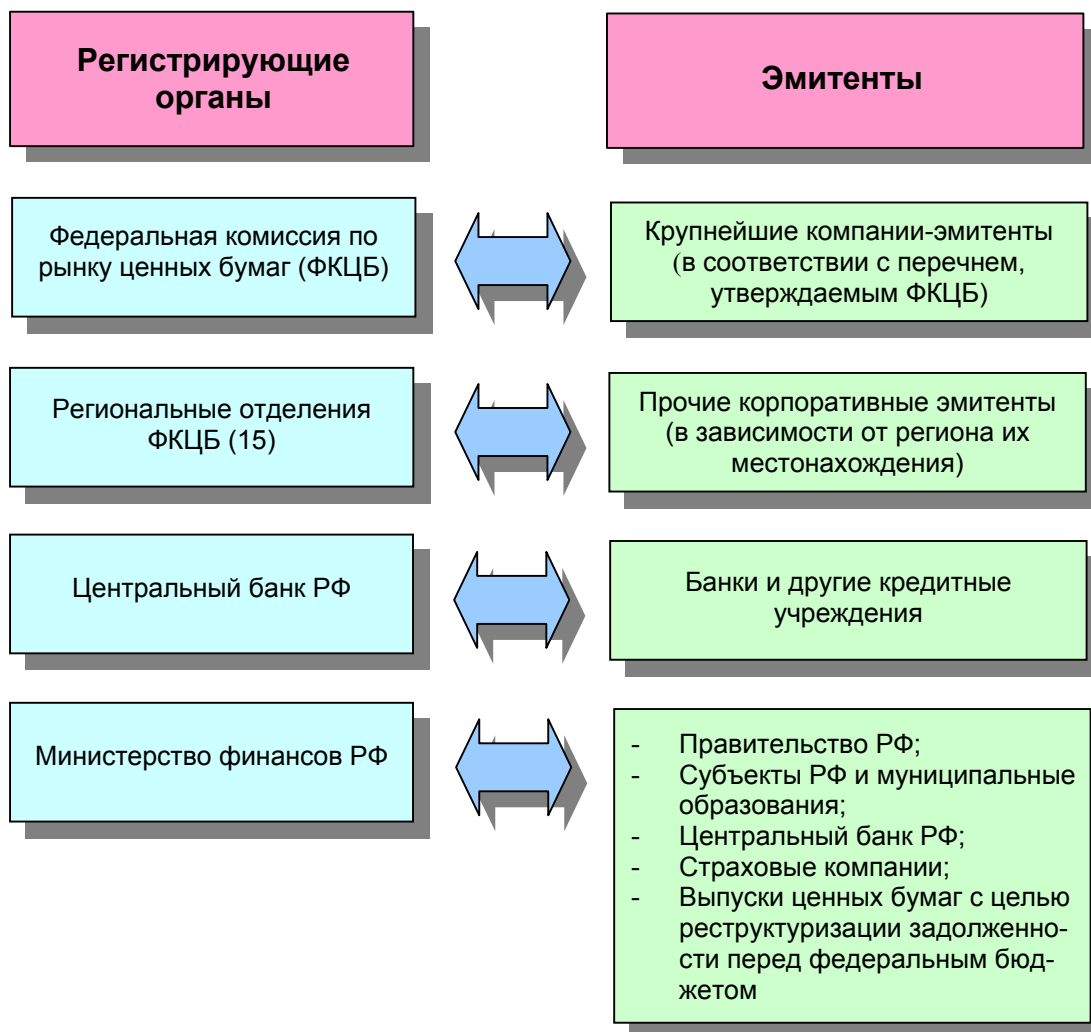
Центральный банк РФ осуществляет регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг кредитных учреждений (см. схему 3 ниже).

---

<sup>5</sup> Первоначально список состоял из 202 крупнейших предприятий-эмитентов. На конец 1999 года в него уже входило 466 наименований.

### Схема 3

#### Государственные органы, осуществляющие регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг в зависимости от категории эмитента



Для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг эмитент должен представить в регистрирующий орган следующие документы:

- заявление на регистрацию;
- анкету эмитента;

- копию документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента;
- решение о выпуске ценных бумаг;
- протоколы собраний (заседаний) уполномоченного органа эмитента, на которых приняты решение о размещении и решение о выпуске ценных бумаг;
- копию устава эмитента;
- проспект эмиссии (если регистрация выпуска должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии);
- документ об уплате налога на операции с ценными бумагами (в размере 0,8% от номинальной стоимости эмиссии);
- иные документы, предусмотренные *Стандартами эмиссии* (примечание: общее количество таких документов может достигать 20 в зависимости от характера выпуска).

Указанные документы представляются на государственную регистрацию не ранее одного месяца после раскрытия информации о принятом *решении о размещении ценных бумаг*, но не позднее трех месяцев с даты утверждения *решения об их выпуске*. При этом в регистрирующий орган представляются документы, подтверждающие факт опубликования сообщения о принятом *решении о размещении ценных бумаг*.

Как уже отмечалось, регистрация выпуска ценных бумаг должна сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии при размещении ценных бумаг среди неограниченного круга владельцев или заранее известного круга владельцев, число которых превышает 500, а также в случае, когда объем эмиссии превышает 50 тысяч МРОТ.

После получения документов регистрирующий орган (ФКЦБ или ее соответствующее региональное отделение) рассматривает их и, где это необходимо, вносят свои комментарии по поводу раскрытия информации и просят пояснить некоторые моменты. Процесс ответа на запросы о разъяснениях ФКЦБ может

занять некоторое время до тех пор, пока ФКЦБ не получит ответы на свои запросы и не будут сделаны необходимые изменения в проспекте эмиссии.

Регистрирующий орган обязан осуществить регистрацию выпуска ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее 30 дней с даты представления всех документов. Однако, если представлены не все документы или имеются иные серьезные замечания, регистрирующий орган вправе по своему усмотрению, не отказывая в регистрации выпуска ценных бумаг, предоставить возможность эмитенту исправить допущенные нарушения. В таком случае датой представления документов для государственной регистрации выпуска ценных бумаг будет считаться дата представления исправленных и/или дополненных документов. Соответственно общий срок регистрации выпуска ценных бумаг займет не 30 дней, а более длительное время.

Необходимо отметить, что факт регистрации выпуска ценных бумаг не означает его «одобрения» регистрирующим органом. Последний не может делать заявлений относительно достоверности содержащихся в представленных на регистрацию документах или качестве самих ценных бумаг. Регистрирующие органы несут ответственность только за полноту сведений, содержащихся в решениях о выпуске и проспектах эмиссии ценных бумаг, но не за их достоверность.

С момента представления в регистрирующий орган всех необходимых документов на регистрацию, эмитент и андеррайтеры имеют право предлагать приобрести ценные бумаги их возможным приобретателям при условии, что такие предложения не предназначены для неопределенного круга лиц, а адресованы конкретным лицам. При этом в случае размещения ценных бумаг путем подписки возможным приобретателям должны предлагаться для ознакомления представленные в регистрирующий орган *решение о выпуске и проспект эмиссии ценных бумаг*, на титульном листе каждого из которых должен содержаться текст следующего содержания: «Ценные бумаги, указанные в настоящем решении о выпуске ценных бумаг (проспекте эмиссии ценных бумаг), составляют выпуск, не прошедший государственную регистрацию, в его государственной регистрации может быть отказано. Настоящее решение о выпуске ценных бумаг (про-

спект эмиссии ценных бумаг) может измениться. Сделки с ценными бумагами до государственной регистрации выпуска ценных бумаг запрещены». (см. *вставку 2 с описанием аналогичной практики в странах Запада*).

**Вставка 2. «Период ожидания» регистрации выпуска**

В соответствии с американским законодательством о ценных бумагах, до подачи документов на регистрацию запрещаются любые действия по публичному предложению ценных бумаг, как в устной, так и в письменной форме. В этом смысле любая публичная информация о компании или ее товарах может рассматриваться в этот период как незаконное предложение, имеющее своей целью стимулирование интереса к ценным бумагам компании.

После представления документов на регистрацию в Комиссию по ценным бумагам и биржам США наступает «период охлаждения» (cooling off period). В течение этого периода эмиссия находится «в процессе регистрации», а сотрудники Комиссии проводят проверку документов на предмет полноты раскрытия информации.

В промежуток времени между представлением документов на регистрацию и их фактической регистрацией, так называемый «период ожидания» (waiting period), компания и ее андеррайтеры могут распространять предварительный (незарегистрированный) вариант проспекта эмиссии (red herring). В «период ожидания» разрешается только устный маркетинг ценных бумаг. Любые печатные рекламные материалы, кроме предварительного проспекта, запрещены. С помощью предварительного проспекта эмиссии или устного общения, например по телефону, андеррайтеры могут предлагать ценные бумаги и таким образом определить уровень интереса инвесторов к этим ценным бумагам. Однако в «период ожидания» сделки с ценными бумагами, как уже отмечалось, запрещены.

**Изготовление сертификатов ценных бумаг и раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии**

Изготовление сертификатов ценных бумаг в случае их выпуска в документарной форме является чисто технической операцией и поэтому выходит за рамки рассмотрения данного пособия. Кроме того, уместно отметить, что в последнее время на мировых фондовых рынках наблюдается тенденция к отказу большин-

ства эмитентов от выпуска ценных бумаг в документарной форме в пользу более современной и прогрессивной формы бездокументарной.

На рассматриваемом этапе процесса эмиссии, очевидно, большой практический интерес представляет выполнение требований по раскрытию информации. Закон о рынке ценных бумаг предусматривает обязанность эмитента и профессиональных участников рынка ценных бумаг, участвующих в размещении, обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии до приобретения ценных бумаг. Кроме того, в случае если размещение осуществляется путем открытой подписки, эмитент обязан опубликовать сообщение о порядке раскрытия информации о выпуске, в том числе указать, где и как может быть получен проспект эмиссии, в периодическом печатном издании с тиражом не менее 50 тысяч экземпляров.

Наряду с этим, акционерное общество, в соответствии с требованиями ФКЦБ, должно опубликовать в «Приложении к Вестнику ФКЦБ» *сообщение о государственной регистрации выпуска ценных бумаг*, содержащее информацию о: виде (типе), форме и количестве размещаемых ценных бумаг; об органе, осуществившего регистрацию выпуска ценных бумаг, регистрационном номере выпуска и дате регистрации; о применении или неприменении преимущественного права приобретения голосующих акций; о сроке и иных условиях размещения ценных бумаг (за исключением цены размещения); о местах и порядке ознакомления с проспектом эмиссии и местах продажи ценных бумаг.

### **Размещение ценных бумаг**

После регистрации выпуска начинается ответственный период продвижения ценных бумаг на рынок и их продажи. Среди традиционных маркетинговых методов продажи ценных бумаг можно отметить публикации в печати, объявления через электронные средства массовой информации, организацию встреч с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, финансовыми аналитиками, потенциальными инвесторами, а также участие в специализированных выставках и проведение выездных презентаций («роуд-шоу») (см. вставку 3). Послед-

ние в настоящее время сравнительно редко применяются в России, однако с развитием российского фондового рынка можно ожидать повышения интереса эмитентов к ним как средству продвижения ценных бумаг на рынок. Среди прочих перспективных методов маркетинга ценных бумаг следует отметить использование Интернета с помещением информации о новом выпуске ценных бумаг как на собственном «сайте» эмитента, если таковой имеется, так и его андеррайтера (финансового консультанта).

### **Вставка 3. “Выездные презентации” (Road show)**

В рамках маркетинговых мероприятий андеррайтер, участвующий в размещении ценных бумаг, может организовать серию выездных встреч для продвижения ценных бумаг на рынок. Такие встречи, проводимые в разных городах страны, получили название “роуд-шоу”. Их цель – продемонстрировать потенциал компании и эффективность менеджмента компании. Роуд-шоу включают следующие мероприятия:

- встречи с ответственными лицами синдиката андеррайтеров;
- групповые встречи с институциональными инвесторами;
- индивидуальные встречи с институциональными инвесторами;
- встречи с финансовыми аналитиками.

Выездные презентации считаются и на деле являются сложным и ответственным мероприятием, в ходе которого серьезной проверке и испытанию подвергаются профессионализм и выдержка руководства компании. Роуд-шоу предусматривают целую серию напряженных встреч, организуемых на коротком промежутке времени в различных городах страны. На презентациях руководству компании приходится отвечать на многочисленные непростые вопросы инвестиционных брокеров, финансовых аналитиков, управляющих инвестиционными фондами и других заинтересованных лиц.

Одна из основных задач этих встреч – произвести благоприятное впечатление на потенциальных инвесторов, результатом чего может стать повышение цены размещения акций. Представители компании должны стремиться к тому, чтобы заинтересовать именитых институциональных инвесторов приобрести крупные пакеты ее ценных бумаг.

Презентационная часть этих встреч должна быть тщательно отрепетирована и подготовлена. Руководители компании должны четко и ясно изложить подготовленный материал и продемонстрировать отличную осведомленность о положении дел в компании, на рынке и о конкурентах.

В ходе презентаций должна быть представлена объективная информация о компании, включая как положительные, так и отрицательные моменты. Следует объяснить, каково

настоящее положение компании на рынке и какова ее стратегия развития на будущее, а также показать способы осуществления этой стратегии. Руководству следует продемонстрировать высокое качество менеджмента. Не следует забывать, что инвесторы рассматривают высшее руководство (менеджмент) как один из ключевых факторов успешной деятельности компании.

Следует иметь в виду, что размещение ценных бумаг нельзя начинать ранее, чем через две недели после раскрытия информации о регистрации выпуска ценных бумаг и обеспечения всем потенциальным приобретателям возможности доступа к информации о нем. *Стандарты эмиссии* ФКЦБ уточняют, что это правило действует в случае размещения ценных бумаг путем открытой подписки, а также, что двухнедельный срок отсчитывается с момента раскрытия информации о регистрации выпуска ценных бумаг.

Размещение ценных бумаг путем подписки осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном *решении о выпуске ценных бумаг*, который не может превышать одного года со дня утверждения *решения о выпуске*.

Информация о цене размещения ценных бумаг может раскрываться в день начала размещения ценных бумаг.

Дополнительные акции, размещаемые путем подписки, должны размещаться по рыночной цене, но не ниже их номинальной стоимости. Для акционеров – владельцев голосующих акций, осуществляющих преимущественное право приобретения этих ценных бумаг, цена размещения может быть установлена на 10% ниже по сравнению с ценой размещения для остальных приобретателей.

При размещении ценных бумаг путем открытой подписки она распространяется только на ценные бумаги выпуска, оставшиеся после осуществления акционерами – владельцами голосующих акций преимущественного права их приобретения.

Объявление открытой подписки на ценные бумаги признается публичной офертой – предложением любому лицу, изъявившему желание, приобрести ценные бумаги на условиях, установленных в зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг, действующим в течение всего срока размещения ценных бумаг. Лица, пожелавшие принять указанное предложение, должны в течение срока размещения ценных бумаг в установленном порядке известить об этом эмитента или андеррайтера (в случае, если размещение ценных бумаг по поручению эмитента осуществляется андеррайтером).

После истечения срока размещения ценных бумаг, указанного в *решении о выпуске*, а в случае, если все ценные бумаги были размещены до истечения этого срока, - после размещения последней ценной бумаги этого выпуска, эмитент обязан в течение двух недель опубликовать в «Приложении к Вестнику ФКЦБ» *сообщение об итогах размещения ценных бумаг* с указанием: вида и типа размещавшихся ценных бумаг; органа, осуществившего государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, регистрационного номера и даты регистрации; даты фактического начала и окончания размещения ценных бумаг; количества фактически размещенных ценных бумаг; фактической цены размещения; доли размещенных ценных бумаг; сведений о крупных и заинтересованных сделках по размещению ценных бумаг.

### **Регистрация Отчета об итогах выпуска ценных бумаг**

После раскрытия информации о завершении размещения ценных бумаг эмитент должен представить в регистрирующий орган на регистрацию *отчет об итогах выпуска ценных бумаг*, утвержденный советом директоров или другим уполномоченным органом акционерного общества. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг, размещенных путем подписки, должен представляться:

- не позднее 30 дней после истечения фактического или установленного в решении о выпуске срока размещения ценных бумаг, но
- не ранее чем через две недели после раскрытия информации о завершении размещения ценных бумаг. В этом случае в регистрирующий орган пред-

ставляются документы, подтверждающие раскрытие информации о завершении размещения.

В *отчете об итогах выпуска* указываются: фактическое количество размещенных ценных бумаг; срок, в течение которого осуществлялось их размещение; цена размещения ценных бумаг; стоимость имущества, внесенного и подлежащего внесению в оплату ценных бумаг.

Регистрирующий орган обязан в течение двухнедельного срока зарегистрировать отчет или дать мотивированный отказ в его регистрации. В случае отказа в регистрации отчета выпуск ценных бумаг признается несостоявшимся, а полученные в оплату ценных бумаг средства возвращаются приобретателям ценных бумаг.

Следует отметить, что до регистрации *отчета об итогах выпуска* обращение ценных бумаг как на организованном, так и неорганизованном рынках запрещается.

### **Раскрытие информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска ценных бумаг**

В случае размещения ценных бумаг путем открытой подписки эмитент обязан опубликовать сообщение о регистрации *отчета об итогах выпуска* (в том числе с указанием того, где и как можно получить копию отчета для ознакомления) в том же периодическом издании, в котором было опубликовано сообщение о порядке раскрытия информации о выпуске ценных бумаг.

### **Завершение процесса выпуска ценных бумаг (закрытие сделки)**

Закрытие сделки является последним этапом в процессе выпуска и размещения ценных бумаг<sup>6</sup>. Это тот этап, на котором все необходимые официальные проце-

---

<sup>6</sup> Следует отметить, что рассматриваемый здесь этап «закрытия сделки» не относится российским законодательством к официальным процедурам эмиссии ценных бумаг.

дуры уже завершены и стороны, принимавшие участие в сделке, осуществляют между собой окончательные расчеты деньгами и ценными бумагами.

В тех случаях, когда выпуск ценных бумаг приводит к изменениям в условиях и принципах, определяемых уставом акционерного общества, например, увеличение размера уставного капитала, компания-эмитент обязана внести соответствующие изменения в свои уставные документы после завершения размещения ценных бумаг.

### 3.5. Примерный план-график эмиссии ценных бумаг

Весь процесс эмиссии ценных бумаг может занимать в среднем от 4 до 6 месяцев в зависимости от конкретных обстоятельств, наличия у эмитента соответствующего опыта, сложности эмиссии и ее целей, участия в процессе выпуска квалифицированных финансовых консультантов (андеррайтеров), и, наконец, в зависимости от того, насколько гладко пройдет регистрация выпуска ценных бумаг в регистрирующем органе.

Ниже приводится примерный график мероприятий, необходимых для успешной организации выпуска ценных бумаг, размещаемых путем подписки. В данном примере процесс эмиссии условно занимает около 6 месяцев, однако не исключено, что отдельным компаниям понадобится больший срок, с тем, например, чтобы тщательно продумать концепцию выпуска ценных бумаг, привести финансовую отчетность в надлежащий вид, подобрать надежных партнеров и консультантов для проведения эмиссии. Процесс согласований и регистрации ценных бумаг в регистрирующем органе также может потребовать несколько более длительный, чем 30 дней, срок, формально обозначенный в законодательстве о рынке ценных бумаг.

<i>№</i>	<i>Мероприятия</i>	<i>Сроки / Комментарии</i>
1.	Организационное совещание по вопросам планирования выпуска ценных бумаг, формирование Рабочей группы	
2.	Разработка концепции выпуска ценных бумаг, анализ возможных вариантов, основных пара-	

	метров и структуры эмиссии	
3.	Проведение заседания совета директоров по вопросу созыва внеочередного собрания акционеров для принятия <i>решения о размещении</i> ценных бумаг	В случае, если <i>решение о размещении</i> должно приниматься общим собранием акционеров, и рассмотрение данного вопроса по времени не совпадает с датой проведения годового собрания акционеров
4.	Принятие <i>решения о размещении ценных бумаг</i> общим собранием акционеров (или советом директоров при надлежащих полномочиях)	
5.	Раскрытие информации о принятом <i>решении о размещении ценных бумаг</i>	В течение 5 рабочих дней со дня составления протокола органа управления, принявшего решение
6.	Утверждение <i>решения о выпуске</i> ценных бумаг советом директоров (или иным уполномоченным органом управления общества)	Не позднее 6 месяцев с момента принятия <i>решения о выпуске</i>
7.	Раскрытие информации об утверждении <i>решения о выпуске</i> ценных бумаг	В течение 5 рабочих дней со дня составления протокола заседания совета директоров, утвердившего решение о выпуске
8.	Выбор андеррайтера, подготовка проекта соглашения с андеррайтером	
9.	Организационное заседание для обсуждения параметров эмиссии, составления плана и распределения обязанностей между лицами, участвующими в подготовке эмиссии	
10.	Предварительная проверка «должной добросовестности», анализ внутренних документов, системы отчетности и контроля, консультации с юристами относительно возможных проблем в процессе эмиссии	
11.	Подготовка <i>проспекта эмиссии</i> и других документов, необходимых для регистрации выпуска	После принятия <i>решения о размещении</i> ценных бумаг и до представления документов для регистрации выпуска
12.	<u>Если требуется</u> , выбор депозитария, платежного агента, торговой площадки и издательства, и заключение соответствующих соглашений с ними; подготовка к изготовлению сертификатов ценных бумаг	
13.	Завершение работы над проектом проспекта эмиссии ценных бумаг	
14.	Анализ конъюнктуры фондового рынка, уточнение сроков подачи документов на регистрацию и момента выхода на рынок с ценными бумагами	
15.	Утверждение проспекта эмиссии советом директоров	
16.	Представление документов в регистрирующий орган для регистрации выпуска и проспекта эмиссии ценных бумаг	Не ранее 1 месяца с момента раскрытия информации о принятии <i>решения о размещении</i> , но не позднее 3 месяцев с даты утверждения <i>решения о выпуске</i> ценных бумаг
17.	Контакты с потенциальными инвесторами, предоставление им проекта проспекта эмиссии, сбор «указаний о проявленном интересе»	
18.	Получение и рассмотрение замечаний регистрирующего органа. Внесение изменений и поправок в проспект эмиссии, если требуется.	
19.	Государственная регистрация выпуска ценных	Не позднее 30 дней с даты представ-

	бумаг	ления документов на регистрацию
20.	Раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии (о регистрации выпуска)	Не позднее 2 недель до даты начала размещения ценных бумаг
21.	Подписка на ценные бумаг (размещение)	Не ранее 14 дней с момента раскрытия информации, содержащейся в проспекте эмиссии, в течение срока размещения ценных бумаг, не позднее 1 года с даты утверждения <i>решения о выпуске</i>
22.	Утверждение советом директоров <i>отчета об итогах выпуска ценных бумаг</i>	
23.	Раскрытие информации об итогах размещения ценных бумаг	Не позднее 2 недель после истечения фактического или предусмотренного решением о выпуске ценных бумаг срока их размещения
24.	Представление документов для регистрации <i>отчета об итогах выпуска ценных бумаг</i> в регистрирующий орган	Не позднее 30 дней после истечения фактического или предусмотренного решением о выпуске ценных бумаг срока их размещения
25.	Регистрация <i>отчета об итогах выпуска ценных бумаг</i>	В течение 2 недель с даты представления документов
26.	Раскрытие информации, содержащейся в <i>отчете об итогах выпуска ценных бумаг</i>	После регистрации <i>отчета об итогах выпуска</i>
27.	«Закрытие сделки», проведение окончательных расчетов и завершение оформления необходимых документов	
28.	Внесение изменений в устав акционерного общества, если требуется.	

\* Приводимый здесь план-график является лишь примерным образцом. В зависимости от обстоятельств отдельные мероприятия и действия могут иметь иную последовательность, за исключением официальных процедур, последовательность которых установлена законодательством о рынке ценных бумаг и должна соблюдаться (см. раздел 3.4).

### 3.6. Затраты, связанные с выпуском и публичным размещением ценных бумаг

Выпуск и публичное размещение ценных бумаг связаны со значительными расходами. Среди основных затрат можно отметить комиссионное вознаграждение, выплачиваемое андеррайтеру (комиссия андеррайтера), налог на операции с ценными бумагами, оплату услуг аудитора, юридического консультанта, типографские (печатные), почтовые расходы и прочие.

Комиссия андеррайтера, как правило, составляет наибольшую долю этих расходов. На российском рынке комиссия андеррайтера при размещении ценных бумаг на условиях гарантированных обязательств (*firm commitment underwriting*)<sup>7</sup>

<sup>7</sup> *Андеррайтинг с гарантированными (твердыми) обязательствами* – размещение ценных бумаг, при котором андеррайтеры обязуются купить все предлагаемые на продажу ценные бумаги

может составлять 5-7% от общего объема, привлеченных средств. Помимо услуг по размещению ценных бумаг, эта сумма обычно включает также оплату консультационных услуг андеррайтера, таких как содействие в структурировании сделки, подготовке необходимой документации, координации организационных мероприятий и др. Следует отметить, что приводимые здесь цифры являются ориентировочными и в каждом конкретном случае размер комиссии, устанавливаемой андеррайтером, может отличаться в ту или иную сторону. Андеррайтер при установлении размера комиссии обычно принимает во внимание следующие основные факторы:

- размер выпуска и «качество» предлагаемых ценных бумаг;
- вид размещаемых ценных бумаг;
- тип андеррайтинга (на условиях «максимальных усилий»<sup>8</sup> или твердых обязательств).

В настоящее время многие российские компании зачастую самостоятельно выполняют функции андеррайтера, включая структурирование сделок, подготовку необходимой документации, размещение ценных бумаг, либо пользуются услугами профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся аффилированными структурами эмитента. Это помогает существенно сократить расходы, связанные с выпуском ценных бумаг. В нынешнем виде это скорее отражает переходное состояние российского рынка ценных бумаг, однако можно предположить, что с развитием и совершенствованием рынка российские эмитенты будут все чаще обращаться к услугам профессиональных независимых андеррайтеров.

Помимо комиссии андеррайтера, эмитенты вынуждены нести значительные расходы, связанные с регистрацией выпуска ценных бумаг. В соответствии с федеральным законодательством эмитенты обязаны уплачивать налог на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от номинальной стоимости их вы-

---

независимо от того, смогут ли они целиком перепродать их на открытом рынке конечным инвесторам.

<sup>8</sup> *Андеррайтинг на условиях максимальных усилий (Best efforts underwriting)* – договоренность, при которой андеррайтеры обязуются приложить максимум усилий для про-

пуска при регистрации (а точнее до подачи документов на государственную регистрацию). Кроме того, эмитенты, регистрирующие выпуски ценных бумаг в Московском региональном отделении ФКЦБ, должны также уплачивать местный сбор за регистрацию *решения о выпуске и отчета об итогах выпуска ценных бумаг* в размере 10 МРОТ за каждое.

Среди прочих возможных расходов - оплата услуг юридического консультанта, аудиторской фирмы, депозитария, фондовой биржи, платежного агента, типографские и почтовые расходы и т.д. Общая сумма этих расходов может существенно колебаться в зависимости от обстоятельств.

И, наконец, компания-эмитент может нести последующие – после завершения публичного размещения ценных бумаг - существенные расходы, связанные с ее статусом публично котируемой компании. Например, ежегодные биржевые взносы, затраты на поддержание связей с общественностью (public relations), взаимоотношений с акционерами, составление ежеквартальных отчетов и т.д.

В следующей таблице представлены **примерные расходы** эмитента при размещении ценных бумаг путем открытой подписки на российском фондовом рынке<sup>9</sup>.

<b>Затраты</b>	
Комиссия андеррайтера (на условиях твердого андеррайтинга)	~ 5-7% от общей суммы размещенных ценных бумаг
Налог на операции с ценными бумагами	0,8% от номинального объема выпуска
Плата за государственную регистрацию*: - <i>Решения о выпуске ценных бумаг</i> - <i>Отчета об итогах выпуска ценных бумаг</i>	10 МРОТ** 10 МРОТ
Инфраструктурные сборы (депозитарий, фондовая биржа, платежный агент)	~ 10 тыс. долл. США
Прочие затраты (печатные, нотариальные и почтовые услуги, реклама)	До 50 тыс. долл. США

\* Данная плата представляет собой разновидность местного налога и взимается при регистрации выпусков ценных бумаг в Московском региональном отделении ФКЦБ.

\*\* МРОТ - минимальный размер оплаты труда

даже ценных бумаг, но без обязательств приобретения ценных бумаг, которые не будут куплены конечными инвесторами.

<sup>9</sup> Эмитенты должны иметь в виду, что при выпуске некоторых видов ценных бумаг могут возникать обязательства по уплате иных налогов, например, налога на имущество - при эмиссии дисконтных облигаций.

#### **Вставка 4. Расходы, связанные с публичным размещением ценных бумаг на западных рынках**

Для сравнения приводим примерные затраты компаний (в % от общей суммы привлеченных средств) при публичном размещении ценных бумаг на рынке США в зависимости от вида ценных бумаг и объема их выпуска.

Объем выпуска, млн. долл.	Облигации			Акции обыкновенные		
	КА*	ПР*	ОР*	КА*	ПР*	ОР*
Менее 1,0	10,0	4,0	14,0	13,0	9,0	22,0
1,0 – 1,9	8,0	3,0	11,0	11,0	5,9	16,9
2,0 – 4,9	4,0	2,2	6,2	8,6	3,8	12,4
5,0 – 9,9	2,4	0,8	3,2	6,3	1,9	8,1
10,0 – 19,9	1,2	0,7	1,9	5,1	0,9	6,0
20,0 – 49,9	1,0	0,4	1,4	4,1	0,5	4,6
50,0 и выше	0,9	0,2	1,1	3,3	0,2	3,5

Источник: E.Brigham, *Fundamentals of Financial Management*

\* КА - комиссия андеррайтера, ПР - прочие расходы, ОР – общие расходы

Ниже приводится примерная структура затрат при первичном публичном предложении акций (IPO) объемом выпуска 5 млн. долл., при комиссии андеррайтера - 7% и средних ставках за прочие услуги, в соответствии с данными NASD.

Затраты	Тыс. долл. США
Комиссия андеррайтера	350
Юридические услуги	200
Аудиторские услуги	160
Типографские расходы	50
Плата за трансфер-агентские услуги	10
Плата за листинг	7,5
Регистрационные сборы	5
Прочие (напр., страховые) расходы	222,5
<b>ИТОГО</b>	<b>1.005</b>

Как можно видеть, первоначальное публичное предложение акций является достаточно дорогостоящим мероприятием. Это объясняет, почему крупные инвестиционные банки предпочитают не участвовать в сделках объемом менее 10 млн. долл. США. Затраты на проведение IPO окупаются только при достаточно крупных объемах выпуска.

## **4. Правила и процедуры листинга в Российской Федерации**

### **4.1. Листинг и требования к правилам листинга**

Все большее число компаний уже завоевавших или только завоевывающих свое положение на рынке нуждается в дополнительном капитале для дальнейшего развития и финансирования роста в будущем. Привлечение капитала через фондовую биржу является одним из способов достижения этой цели.

К обращению на фондовой бирже допускаются ценные бумаги в процессе размещения и обращения, прошедшие предусмотренную законодательством процедуру эмиссии и включенные фондовой биржей в список ценных бумаг, допускаемых к обращению на бирже в соответствии с ее внутренними правилами.

Решение о привлечении капитала через фондовую биржу является важным стратегическим шагом для компании не только как способ привлечения инвестиций, но и как способ получить более широкое общественное признание благодаря строгим правилам относительно раскрытия информации. Преимущества непосредственного обращения к инвесторам очевидны. Компания, ценные бумаги которой допущены к обращению (размещению) на фондовой бирже, получает прямой доступ к широким слоям потенциальных инвесторов и становится более привлекательной в их глазах.

К торгам на бирже могут быть допущены любые виды ценных бумаг, выпущенные российскими или иностранными эмитентами, если их выпуск и обращение осуществляется в соответствии с действующим российским законодательством.

Совокупность ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже, состоит из двух секторов:

- ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга и включенные в котировальные листы биржи;
- ценные бумаги, допущенные к обращению на бирже без включения в котировальные листы биржи, или внесписочные ценные бумаги.

Ценные бумаги, включенные в котировальные листы биржи, проходят официальную процедуру листинга, включающую в себя экспертизу эмитента и ценных бумаг. Ценные бумаги, прошедшие листинг - это ценные бумаги первого эшелона, высоколиквидные финансовые инструменты первоклассных эмитентов (т.н. “голубые фишки”).

Считается, что компании, чьи ценные бумаги прошли листинг и включены в котировальные листы биржи, удовлетворяют определенным требованиям, включая минимальный срок работы на рынке, минимальный размер капитала, безубыточность деятельности, соблюдение определенных правил ведения бухгалтерской отчетности, что в известной степени является минимальной гарантией потенциальным инвесторам относительно качества инвестиций и жизнеспособности эмитента.

Отдельные общие требования к правилам листинга установлены Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг в Постановлении от 16.11.98г. №49 “О требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг”. Однако конкретные правила допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг регулируются внутренними документами бирж, подлежащими, наряду с прочими документами, утверждению в ФКЦБ России.

С точки зрения эмитента включение его ценных бумаг в листинг фондовой биржи имеет ряд положительных аспектов:

- Получив для своих бумаг доступ на биржу, компания приобретает при этом доступ к большому числу потенциальных инвесторов, ищущих выгодных сфер приложения своих капиталов;

- Публичное размещение ценных бумаг на фондовой бирже подразумевает увеличение капитала, которое компания может использовать на нужды развития;
- Более жесткие требования к раскрытию информации и более активные связи с общественностью привлекают интерес средств массовой информации, в результате чего возрастает известность компании;
- Ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга, обычно более ликвидны, чем внесписочные ценные бумаги, и, соответственно, более привлекательны для инвесторов;
- Котировки ценных бумаг, обращающихся на бирже, обычно публикуются в специализированных газетах и журналах, что придает дополнительную наглядность и известность котироваемым компаниям;
- Компании, прошедшие листинг, постоянно находятся в поле зрения фондовых аналитиков и рейтинговых агентств, поэтому могут пользоваться дополнительными преимуществами, такими, как престиж, более выгодные условия получения кредитов в банках и т.д.

#### **4.2. Акты, регулирующие правила листинга и делистинга**

Правила и процедуры листинга и делистинга ценных бумаг акционерных обществ регулируются следующими документами:

- Постановлением ФКЦБ от 16 ноября 1998г. № 49 "Об утверждении Положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг";
- Внутренними документами организатора торговли (т.е. правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг).

Постановление ФКЦБ № 49 определяет базовые требования, на основе которых фондовые биржи могут устанавливать дополнительные, а также более жесткие условия и требования к эмитентам и их ценным бумагам. Биржи обладают значительной свободой в установлении таких дополнительных требований при условии, что выполняются минимальные требования, предусмотренные указанным постановлением. Все же, несмотря на то, что правила листинга и

делистинга устанавливаются организаторами торговли по своему усмотрению, они подлежат официальной регистрации в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. На практике, однако, биржи, стремясь привлечь как можно больше инвесторов и клиентов, как правило, не склонны устанавливать чрезмерно жесткие требования по сравнению с требованиями, предусмотренными Постановлением № 49.

## **Ведущие организаторы торговли ценными бумагами в России**

В настоящее время среди основных организаторов торговли на рынке ценных бумаг в России можно назвать Московскую межбанковскую валютную биржу (ММВБ), Российскую торговую систему (РТС), Московскую фондовую биржу (МФБ) и Санкт-Петербургскую фондовую биржу (СПФБ).

**ММВБ** - ведущая фондовая биржа России, насчитывающая более 380 банков и инвестиционных компаний-членов фондовой секции. В настоящее время на бирже обращаются свыше 160 акций более 90 эмитентов.

**РТС** является крупнейшим организатором внебиржевой торговли на российском рынке ценных бумаг. Свыше 270 инвестиционных компаний и банков из различных регионов России подключены к этой торговой системе и совершают сделки с более чем 350 акциями более 220 эмитентов.

**МФБ** организует торги по более чем 70 акциям и облигациям российских компаний, включая Газпром. Среди ее членов более 160 брокеров-дилеров, участвующих в торговле корпоративными ценными бумагами.

**СПФБ** - одна из крупнейших региональные фондовых бирж, организующая торги по муниципальным облигациям и корпоративным ценным бумагам. На бирже более 120 членов, которые заключают сделки по более чем 70 корпоративным ценным бумагам.

### **4.3. Требования ФКЦБ и организаторов торговли к правилам листинга**

Правила листинга, устанавливаемые ФКЦБ и организаторами торговли, содержат следующие виды требований к ценным бумагам и их эмитентам:

- Правила допуска к обращению (т.е. первоначальные требования, которые должна выполнить компания для включения ее ценных бумаг в котировальный лист);
- Текущие требования, в том числе по раскрытию информации (т.е. требования, предъявляемые к эмитентам ценных бумаг, прошедших листинг).

Как уже отмечалось, для прохождения процедуры листинга в обязательном порядке должны быть выполнены требования ФКЦБ, а также дополнительные требования и условия, предъявляемые организатором торговли к эмитентам ценных бумаг. Среди таких требований обычно встречаются следующие:

#### *Обязательные требования ФКЦБ:*

- Минимальный размер чистых активов;
- Минимальный срок осуществления деятельности компании;
- Минимальное количество акционеров эмитента – акционерного общества;
- Минимальная среднемесячная сумма сделок с ценными бумагами за период (после включения в листинг);

#### *Возможные дополнительные требования организаторов торговли:*

- Минимальное количество ценных бумаг в свободном обращении;
- Безубыточность баланса компании в течение нескольких последних лет;
- Требования к “корпоративному построению” эмитента (напр., отсутствие ограничений на переоформление прав собственности на ценные бумаги и допуск акционеров на общие собрания акционеров);
- Наличие аудированной финансовой отчетности;

- Наличие финансовой отчетности по международным стандартам;
- Наличие маркет-мейкеров, поддерживающих рынок ценных бумаг эмитента.

Ниже приводится сравнительный обзор требований, предъявляемых ФКЦБ и основными организаторами торговли в России (ММВБ, РТС, МФБ и СПФБ) к эмитентам для включения их ценных бумаг в котировальные листы первого и второго уровня. Для сравнения также приведены соответствующие требования Венской биржи (Австрия). Сравнение проводилось по следующим критериям:

- 1 - минимальный размер чистых активов эмитента (*прим.* для Венской биржи – номинальная стоимость ценных бумаг);
- 2 - минимальный срок осуществления деятельности компании;
- 3 - минимальное количество акционеров;
- 4 – минимальная среднемесячная сумма сделок с ценными бумагами;
- 5 - прочие требования.

	1	2	3	4	5
<b>ФКЦБ</b>					
<i>1 уровень</i>	20 млн.евро	3 года	1,000	50 тыс.евро	
<i>2 уровень</i>	2 млн.евро	1 год	500	10 тыс.евро	
<b>ММВБ</b>					
<i>1 уровень</i>	3 млрд.руб.	3 года	1,000	1,5 млн.руб.	200млн.руб.** / 3*
<i>2 уровень</i>	50 млн.руб.	1 год	500	300 тыс.руб.	2*
<b>РТС</b>					
<i>1 уровень</i>	50 млн.долл.	3 года	1,000	50 тыс.долл.	2*
<i>2 уровень</i>	3 млн.долл.	2 года	500	15 тыс.долл.	2*
<b>МФБ</b>					
<i>1 уровень</i>	20 млн.евро	3 года	1,000	50 тыс.евро	500млн.руб.**
<i>2 уровень</i>	2 млн.евро	1 год	500	10 тыс.евро	200млн.руб.**
<b>СПФБ</b>					
<i>1 уровень</i>	20 млн.евро	3 года	1,000	50 тыс.евро	
<i>2 уровень</i>	2 млн.евро	1 год	500	10 тыс.евро	
<b>Венская биржа</b>					
<i>Официальный рынок - свободное обращение</i>	40 млн. авст.шил. 10 млн. авст.шил.	3 года	Достаточное число	н/д	3 года***
<i>Полуофициальный рынок</i>	10 млн. авст.шил.	1 год	Достаточное	н/д	1 год***

- свободное обращение	2,5 млн. авст.шил.		число		
-----------------------	--------------------	--	-------	--	--

Примечания: \* Минимальное число маркет-мейкеров;  
 \*\* Для облигаций: минимальный объем эмиссии;  
 \*\*\* Наличие финансовой отчетности за x полных лет деятельности.  
 1 евро = 13,76 авст.шил. (апр. 2000)

#### 4.4. Плата за листинг

При получении допуска к обращению ценных бумаг на бирже эмитент, как правило, вынужден уплачивать определенные сборы, в том числе:

- Разовые (первоначальные) сборы (напр., за проведение экспертизы ценных бумаг и их включение в котировальный лист биржи);
- Ежегодные сборы;
- Прочие взносы.

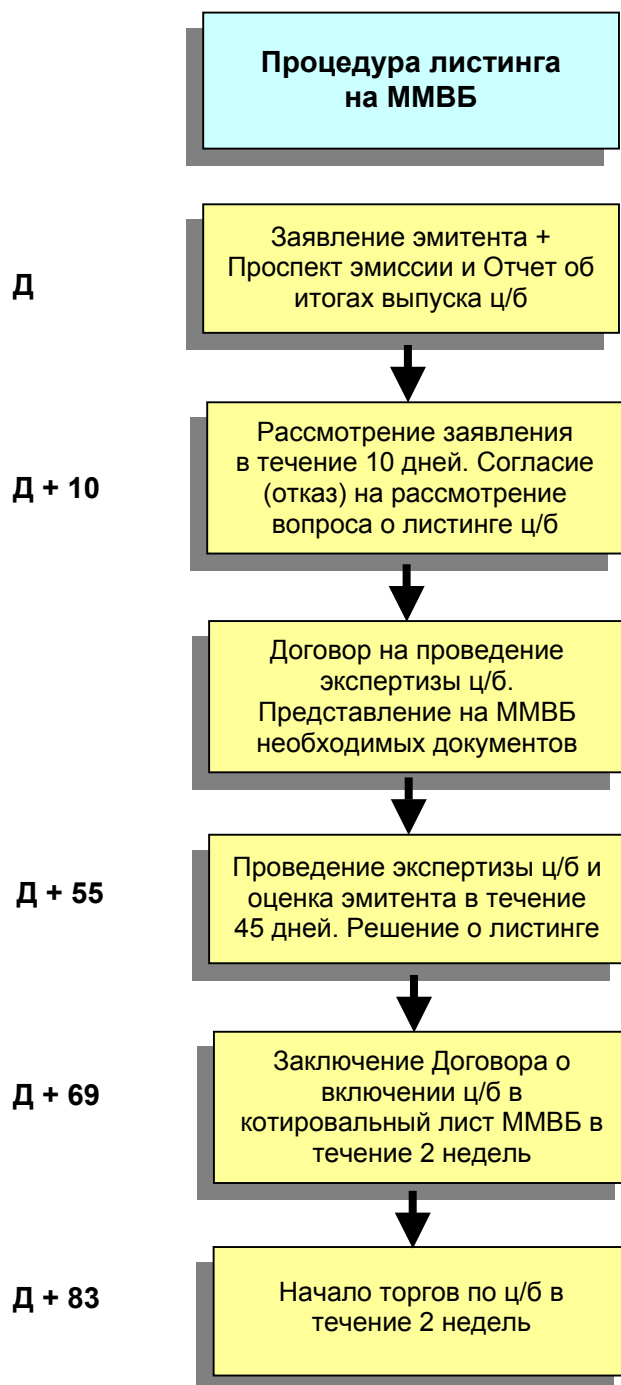
Размеры сборов, взимаемых различными торговыми площадками, приведены в следующей таблице:

	Первоначальные сборы	Ежегодные сборы
<b>ММВБ</b>		
1 уровень	50.000 руб.	15.000 руб.
2 уровень	30.000 руб.	10.000 руб.
<b>РТС</b>		
1 уровень	нет	нет
2 уровень	нет	нет
<b>МФБ</b>		
1 уровень	нет	нет
2 уровень	нет	нет
<b>СПФБ</b>		
1 уровень	1.000 руб. + 2.500 руб.*	нет
2 уровень	500 руб. + 2.500 руб.*	нет
<b>Венская биржа</b>		
Официальный рынок	1‰ от номинальной стоимости	0.05‰ от объема сделок
Полуофициальный рынок	0.5‰ от номинальной стоимости	0.025‰ от объема сделок

Примечание: \* - сбор за проведение экспертизы ценных бумаг

#### 4.5. Процедура листинга

Процедура листинга занимает определенное время. Ниже приведен “консервативный” (с учетом максимальных сроков) сценарий прохождения процедуры листинга на ММВБ, где **Д** - *дата подачи заявления о включении ценной бумаги в котировальный лист биржи*.



Как видно из приведенной схемы, при наихудшем варианте развития событий прохождение процедуры листинга на ММВБ может занять около 3 месяцев.

Однако, на практике данный процесс обычно занимает меньше времени – около нескольких недель.

Листинг на РТС по общему правилу менее длительная процедура, чем на ММВБ.

В соответствии с требованиями ММВБ эмитент для включения его ценных бумаг в листинг биржи эмитент обязан представить следующие документы:

- Корпоративные документы (копии устава и свидетельства о государственной регистрации эмитента);
- Решение о выпуске ценных бумаг;
- Уведомление о государственной регистрации ценных бумаг эмитента;
- Проспект эмиссии по выпущенным ценным бумагам;
- Отчет об итогах выпуска ценных бумаг;
- Анкета ценной бумаги;
- Ежеквартальные отчеты для ФКЦБ;
- Финансовая отчетность предприятия (формы 1, 2, 4, 5 и другие финансовые данные);
- Информация о производственной, инвестиционной деятельности, деловой активности, принадлежности к ФПГ и листинге на фондовых биржах;
- Годовые и квартальные отчеты компании перед акционерами;
- Информация о регистраторе, аудиторе, финансовом и юридическом консультантах компании.

В следующей главе рассматриваются требования к эмитентам публично обращающихся ценных бумаг по раскрытию информации в России.

## **5. Требования к котируемым компаниям в Российской Федерации**

После прохождения процедуры листинга и в течение всего времени нахождения ценной бумаги в котировальном листе биржи эмитент обязан выполнять установленные законодательством и правилами организатора торговли требования о раскрытии информации.

Соблюдение требований по раскрытию информации представляет собой достаточно сложную и обременительную задачу для котируемой компании, так как требует от нее дополнительных расходов и раскрытия значительного объема информации зачастую конфиденциального характера.

### **5.1. Требования по раскрытию информации**

В соответствии с действующими требованиями эмитент публично обращающихся ценных бумаг обязан осуществлять раскрытие информации о своих ценных бумагах в форме:

- представления ежеквартальных отчетов по ценным бумагам, и
- сообщений о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

#### **Раскрытие информации в форме ежеквартальных отчетов**

Ежеквартальные отчеты представляют собой форму регулярного раскрытия информации о ценных бумагах эмитента и содержат следующие сведения:

- данные об эмитенте;
- данные о финансово-хозяйственной деятельности компании;
- данные о ценных бумагах эмитента;
- прочая информация (напр., протоколы общих собраний акционеров в случае проведения таких собраний в отчетном квартале).

Ежеквартальные отчеты должны представляться в ФКЦБ или уполномоченный ею орган, организаторам торговли, а также владельцам ценных бумаг по их требованию за плату, не превышающую накладные расходы по изготовлению брошюры.

## **5.2. Раскрытие информации о существенных событиях и действиях**

Раскрытие информации о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, осуществляется по факту их свершения (возникновения). В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг сообщениями о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, признаются:

- сведения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- факты, повлекшие разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10%; факты, повлекшие разовое увеличение чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10%; факты разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10% и более от активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг, о начислении и выплаченных доходах по ценным бумагам;
- появление в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида;
- сведения о датах закрытия реестра, о решениях общих собраний;
- принятие уполномоченным органом эмитента решения о выпуске ценных бумаг.

Дополнительно к этим сведениям, предусмотренным Законом о рынке ценных бумаг, ФКЦБ требует раскрывать информацию о:

- возбуждении в отношении эмитента и/или его дочерних и зависимых обществ процедур банкротства;

- предъявлении эмитенту исковых требований, которые могут существенно повлиять на его финансовое положение;
- сделках, в совершении которых имеется заинтересованность.

Информация о существенных событиях и действиях должна раскрываться в оперативном порядке. Формальные требования к срокам предоставления такой информации приведены в таблице ниже:

#### Сроки раскрытия информации о существенных фактах

ФКЦБ	ММВБ	РТС
не позднее 5 рабочих дней	1 день*	10 дней

*\* Конкретные сроки раскрытия информации на ММВБ являются предметом обсуждения между биржей и эмитентом, которые закрепляются в Соглашении о листинге. На практике этот срок может быть более одного дня.*

Для доведения информации до участников рынка и других заинтересованных лиц ФКЦБ распространяет полученные от эмитентов данные через имеющиеся у нее каналы раскрытия информации. Например, передает эти данные НАУФОР, которая в свою очередь публикует их в сети Интернет на странице [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru). Организаторы же торговли, включая ММВБ и РТС, распространяют полученные от эмитентов данные через свои торгово-информационные системы.

Следует отметить, что характер информации, являющейся “существенной” и способной повлиять на динамику котировок ценных бумаг, различается для акций и облигаций. Практически все приведенные выше примеры сведений о финансово-хозяйственной деятельности эмитента являются существенными для цен акций, тогда как наиболее критичными для облигаций обычно выступают факты значительных убытков компании, негативно влияющие на ее способность своевременно обслуживать обязательства по выплате процентов и погашению основного долга.

#### Раскрытие информации об изменениях в списке акционеров

В перечне существенных фактов, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента, особое место занимают сведения об изменениях в списке его владельцев (акционеров). В соответствии с Постановлением ФКЦБ №32, эмитенты публично обращающихся ценных бумаг, и эмитенты, регистрация выпусков ценных бумаг которых отнесена к компетенции ФКЦБ России (т.е. ее центрального аппарата), обязаны сообщать о приобретении каким-либо лицом доли в их уставных капиталах (доли акций), превышающей 5 процентов, а также об изменении такой доли в размере, кратном 5 процентам. Иные эмитенты обязаны сообщать о приобретении какими-либо лицами их акций до уровня, кратного 5 процентам свыше 20 процентов.

В таком сообщении должны быть указаны:

- имя физического лица или наименование и адрес юридического лица, доля участия которого изменилась;
- доля в уставном капитале (доля акций) до и после ее изменения;
- дата, с которой произошли указанные изменения. Моментом изменения доли в уставном капитале считается дата внесения записи в систему ведения реестра владельцев акций эмитента.

Сообщения должны направляться в соответствующий регистрирующий орган в течение 5 рабочих дней, а также должны быть опубликованы в "Приложении к Вестнику ФКЦБ России" и иных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента.

### **5.3. Исключение ценных бумаг из листинга (делистинг)**

В процессе обращения на бирже котируемые ценные бумаги и их эмитент должны соответствовать установленным требованиям. В противном случае организатор торговли вправе принять решение об изменении уровня листинга или делистинге данной ценной бумаги. Основаниями для исключения ценной бумаги из листинга могут быть следующие:

- *Общие требования ФКЦБ:*
  1. Несоответствие показателей деятельности эмитента требованиям, предъявляемым при включении ценных бумаг в котировальный лист организатора торговли;
  2. Несоответствие показателей среднемесячной суммы сделок с ценными бумагами установленным требованиям;
  
- *Правила ММВБ:*
  1. На основании заявления эмитента;
  2. Аннулирование государственной регистрации выпуска ценной бумаги;
  3. Решение суда о недействительности выпуска ценной бумаги;
  4. Ликвидация эмитента;
  5. Признание эмитента несостоятельным (банкротом);
  6. Истечение срока обращения ценной бумаги;
  7. Несоответствие ценной бумаги и ее эмитента требованиям листинга;
  8. Расторжение договора о листинге;
  
- *Правила РТС:*
  1. Несоответствие правилам листинга РТС;
  2. Прекращение деятельности эмитента в результате реорганизации, ликвидация эмитента;
  2. Признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
  3. Аннулирование государственной регистрации выпуска ценных бумаг;
  4. Нарушение эмитентом действующего законодательства по ценным бумагам, в том числе в отношении прав акционеров;
  5. Признание эмитента несостоятельным (банкротом);
  6. Истечение сроков обращения ценных бумаг;
  7. Непредоставление информации, требуемой в соответствии с правилами РТС;

8. Отсутствие в торговой системе котировок на покупку/продажу в течение 30 торговых дней;
9. Изменение основных параметров ценной бумаги без предоставления эмитентом соответствующей информации;
10. Ограничение прав (нарушение интересов) владельцев ценных бумаг эмитента.

Ценные бумаги, переставшие удовлетворять требованиям листинга первого уровня, могут быть переведены организатором торговли в котировальный лист второго уровня или в категорию внесписочных ценных бумаг. Котировки внесписочных ценных бумаг по определению не являются *признаваемыми биржевыми котировками*.

## 6. Корпоративное управление

### 6.1. Общие понятия и элементы корпоративного управления

#### Разделение функций собственности и контроля

Принципы корпоративного управления разрабатывались с 1980-х годов в основном в западных странах, в частности в США и Великобритании. Основная предпосылка концепции корпоративного управления заключается в принципе разделения функций собственности и контроля над компанией. В закрытой некотируемой компании ее собственники реализуют обе функции – владения и контроля, тогда как в публичной компании эти функции обычно разделены. Такое разделение может потенциально привести к нарушению прав акционеров (собственников) со стороны высшего менеджмента компании, ставящего собственные интересы выше интересов собственников.

*Корпоративное управление* может быть определено как свод правил и принципов, обеспечивающих такое управление и контроль над компанией, которые в наибольшей степени отражают интересы акционеров и других заинтересованных лиц, включая работников, клиентов и поставщиков. Вопрос о необходимости разработки таких принципов возник в западных странах после многочисленных случаев нарушения руководителями компаний интересов собственников. Во многих случаях высшие менеджеры основное внимание уделяли не повышению прибыли компании в интересах собственников, а росту бизнеса в угоду собственным амбициям. Восьмидесятые годы вошли в историю корпоративного управления как десятилетие доминирования управляющих. В 1990-х годах ситуация однако изменилась и в центре внимания оказались концепция *хорошего (справедливого) корпоративного управления и полезности для акционеров*.

Корпорации, управляемые в соответствии с концепцией полезности для акционеров, нацелены на увеличение стоимости компании (т.е. акционерной

стоимости в интересах собственников) и на сокращение тех операций и направлений бизнеса, которые не содействуют увеличению стоимости компании. Такие компании ориентируются, следовательно, на основные виды своей деятельности, в которых они обладают реальными конкурентными преимуществами. Следует добавить, что хорошее корпоративное управление предусматривает также – и это особенно актуально для российских предприятий – равное отношение ко всем акционерам, означающее, что ни одна из групп акционеров не пользуется привилегиями, недоступными для других групп акционеров.

### **Элементы корпоративного управления**

*Хорошее (справедливое) корпоративное управление* (good corporate governance)<sup>10</sup> с точки зрения предприятия включает в себя три элемента:

- Этические нормы деятельности компании в интересах акционеров (собственников);
- Реализация долгосрочных стратегических задач собственников по повышению прибыльности компании;
- Соблюдение законодательных и нормативных требований, применимых к компании.

За исключением принципиальных вопросов, регулируемых законодательством, многие требования к порядку корпоративного управления устанавливаются “рынком”. Действительно, невыполнение правил хорошего корпоративного управления грозит компании не столько штрафами, сколько потерей репутации на фондовом рынке, что может привести к снижению интереса инвесторов к компании и падению цен на ее акции. В дальнейшем это может нанести серьезный ущерб будущим операциям компании и инвестициям со стороны внешних инвесторов, а также сорвать планы компании относительно выпуска ценных бумаг.

---

<sup>10</sup> В зависимости от контекста термин «good corporate governance» может переводиться на русский язык как «хорошее, должное, справедливое, эффективное» корпоративное управление.

## 6.2 Практика эффективного корпоративного управления

В соответствии с документами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), объединяющей ведущие промышленно развитые страны мира, практика современного корпоративного управления охватывает три основные сферы:

- Права акционеров;
- Равное отношение к акционерам;
- Раскрытие информации и прозрачность.

Эти принципы отражают западную практику регулирования корпоративного управления. Применение этих принципов на практике российскими предприятиями было бы также желательным, так как это может повысить уровень доверия инвесторов к этим предприятиям и содействовать росту цен на их ценные бумаги.

### Права акционеров

Помимо таких основных прав, как право владения и распоряжения акциями, право на получение дохода, акционеры компании имеют также право на получение достаточно полной информации о значительных изменениях в самой компании. Компании должна подробно и своевременно информировать акционеров о предполагаемых поправках и изменениях в корпоративных документах компании, включая решения о выпуске дополнительных акций. Информация должна быть четкой, подробной и содержать обоснование предполагаемых действий и изменений.

В отношении проведения ежегодных и внеочередных общих собраний акционеров последние должны быть полно и своевременно проинформированы о дате, месте проведения и повестке дня собрания. Вопросы, предлагаемые к рассмотрению на собрании, должны быть описаны в деталях. Акционерам должна быть предоставлена возможность в разумные

сроки выдвинуть свои пункты для обсуждения на собрании, а также поставить вопросы членам совета директоров компании.

Кроме того, акционерам должно быть предоставлено право голосования в очной или заочной форме, при этом голоса, отданные присутствующими лично или по доверенности, должны иметь равную силу. Рекомендуется также, чтобы отсутствующим была предоставлена возможность голосовать по каждому вопросу повестки дня, а не только о доверии совету директоров компании.

### **Равное отношение к акционерам**

В публичных компаниях функции владения и управления разделены. На годовом общем собрании акционеры избирают наблюдательный совет (совет директоров). Одна из наиболее важных задач наблюдательного совета - нанимать и увольнять представителей команды высшего менеджмента. Принимая те или иные решения, исполнительные органы компании должны помнить, что они действуют от имени и по поручению наблюдательного совета и акционеров компании и что отношение ко всем акционерам должно быть равным.

Советы директоров, менеджеры и крупные акционеры имеют возможность принимать решения и предпринимать действия, преследующие их собственные интересы в ущерб интересам прочих, мелких акционеров. Подобная практика серьезно противоречит принципам надлежащего корпоративного управления.

Нарушение принципа равного отношения к акционерам происходит, например, в тех случаях, когда некая информация раскрывается лишь определенной группе акционеров или потенциальных инвесторов, а не всем заинтересованным лицам. Это дает возможность информированным лицам проводить сделки с использованием *инсайдерской информации* для собственного обогащения. В такой ситуации проигравшими оказываются все остальные участники рынка, которые не располагали такой информацией. В западных странах регулирующие органы и инвесторы весьма остро реагируют на инсайдерские

сделки. Использование инсайдерской информации в западных странах наказуемо вплоть до тюремного заключения, и компании обязаны устанавливать необходимые процедуры для избежания подобной практики. На протяжении последних десятилетий отношение общественности к инсайдерским сделкам в западных странах неуклонно ужесточалось, аналогичная тенденция ожидается и в России.

В любом случае, инвесторы настроены резко против инсайдерских сделок. В тех случаях, когда имеет место подобная практика, инвесторы теряют интерес к инвестированию в данную компанию, так как они ощущают, что здесь ведется нечестная и неравная игра. Проблема использования инсайдерской информации должна решаться на уровне “ее зарождения”, т.е. внутри самой компании. В этой связи в интересах любой публичной компании предотвращать практику использования инсайдерской информации путем продуманных процедур раскрытия информации для рынка. Члены наблюдательного совета (совета директоров) и высшее руководство компании должны быть крайне осмотрительны при осуществлении сделок с принадлежащими им ценными бумагами компании, чтобы не быть обвиненными в использовании инсайдерской информации. В западных странах данной категории лиц зачастую запрещается осуществлять операции с ценными бумагами компании в течение определенного периода времени, например, за два месяца до опубликования результатов деятельности компании.

### **Раскрытие информации и прозрачность**

В условиях рыночной экономики очень важно, чтобы инвесторы (акционеры) точно и своевременно получали информацию о деятельности и планах публично котируемой компании. Нормативные акты ФКЦБ и правила фондовых бирж устанавливают определенные минимальные требования к таким компаниям по раскрытию информации. В соответствии с принципами надлежащего корпоративного управления компания не должна останавливаться и перед раскрытием большего объема информации. Результатом будет рост

доверия к компании со стороны инвесторов, увеличение спроса на ее акции, и, следовательно, снижение стоимости привлечения финансовых ресурсов.

Основные аспекты деятельности компании, подлежащие раскрытию информации, включают следующие:

- Результаты производственно-финансовой деятельности компании;
- Крупные владельцы акций и структура акционерного капитала;
- Члены совета директоров и высшего руководства компании;
- Раскрытие информации о существенных фактах и событиях;
- Качество раскрытия информации.

### **Результаты производственно-финансовой деятельности компании**

В соответствии с современными принципами корпоративного управления публичные компании обязаны публиковать по итогам года аудированную финансовую отчетность, включая бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и комментарии к ним, а также каждые три или шесть месяцев - промежуточные результаты.

Важным компонентом этой отчетности являются оценка и анализ деятельности компании в отчетном периоде руководством компании, а также его прогнозы относительно развития на будущий период. Прогнозы руководства должны содержать оценку доходов компании с учетом различных факторов, в том числе находящихся вне контроля руководства, таких, как обменный курс, процентные ставки, темпы инфляции и роста экономики.

В годовом отчете необходимо сформулировать основные цели, или миссию компании. Эта информации важна для инвесторов для оценки компании и понимания ее деятельности.

### ***Крупные акционеры***

Большое значение для инвестора имеет информация о крупных акционерах компании. В соответствии с современными принципами корпоративного управления, список собственников, владеющих более 5% акций компании, должен раскрываться в годовом отчете компании, и информация об изменениях в структуре акционерного капитала - сообщаться фондовой бирже.

### ***Члены совета директоров и высшего менеджмента***

Информация о членах совета директоров и исполнительных руководителях компании необходима инвестору для оценки уровня их квалификации и опыта. Кроме того, инвесторы заинтересованы в информации о возможном наличии конфликта интересов. Поэтому рекомендуется, чтобы члены совета директоров и высший управленческий персонал информировали инвесторов о принадлежности им крупных пакетов акций компании, а также об участии в капитале других компаний и занятии руководящих позиций в них.

### ***Раскрытие информации о существенных фактах***

Под раскрытием информации о существенных фактах понимается обнародование информации, которая может повлиять на цену акций компании на фондовом рынке. Подобная информация должна раскрываться в оперативном порядке, без задержек во избежание инсайдерских сделок, т.к. эта информация может быть доступна одним и неизвестна другим участникам рынка.

Существенная информация это информация о фактах, которые могут повлиять на бизнес, прибыль и стоимость активов компании. Примерами подобной информации являются следующие:

- новая продукция, новые разработки и методы производства;
- получение крупных заказов;
- крупные инвестиции;
- слияния и поглощения компаний;
- значительные отклонения от ожидаемой прибыли;

- объявления о выплате дивидендов;
- важные судебные и арбитражные процессы;
- изменения в руководстве компании;
- неплатежеспособность и банкротство;
- комментарии о слухах в отношении компании.

### ***Качество раскрытия информации***

Вся информация должна представляться в соответствии с самыми высокими стандартами бухгалтерского учета, раскрытия финансовой информации и аудита. Очевидно, что качество представляемой информации непосредственно зависит от тех стандартов, в соответствии с которыми она составлена.

### **6.3 Корпоративное управление и российские предприятия**

В любой стране, включая Россию, эффективное корпоративное управление является необходимым фактором привлечения и удержания инвесторов. Характер корпоративного управления на предприятии также является важным фактором, определяющим эффективность его производственно-финансовой деятельности.

В условиях России вопросы корпоративного управления имеют первостепенную важность. Наиболее проблемными областями корпоративного управления, получившими широкое освещение в средствах массовой информации, являются права акционеров и нарушение прав мелких акционеров. В частности, можно отметить такие проблемные области, как реализация прав мелких акционеров, соблюдение процедур проведения общих собраний акционеров, равное отношение ко всем акционерам, раскрытие информации о структуре собственников, манипуляция ценами ценных бумаг, увод активов и использование трансфертного ценообразования руководством предприятий.

Усовершенствование законодательного регулирования и, что не менее важно, системы законоприменения в области корпоративного управления являются

крайне необходимыми мерами. Однако, соблюдение основных принципов хорошего корпоративного управления самими предприятиями может оказаться еще более действенным методом восстановления доверия инвесторов.

#### **6.4 Практические меры по улучшению взаимоотношений российских предприятий с инвесторами**

Не все требования в области корпоративного управления закреплены законодательно, и, возможно, это не требуется. Здесь рассматриваются дополнительные требования, предъявляемые участниками рынка (в первую очередь, институциональными, но также и индивидуальными инвесторами) к порядку корпоративного управления на предприятиях. Именно поэтому, осуществление этих требований следует рассматривать как наиболее эффективное средство удовлетворения интересов существующих акционеров и привлечения новых инвесторов.

Рекомендации относительно эффективного и справедливого корпоративного управления включают в себя следующие требования:

- Предоставлять полную, подробную, точную и своевременную информацию о компании всем заинтересованным лицам. Одним из наиболее эффективных каналов раскрытия информации является предоставление всем заинтересованным лицам Годового отчета компании в форме брошюры (а также электронной версии отчета через Интернет), желательно на русском и английском языках (для иностранных инвесторов).
- Содействовать участию акционеров в управлении компанией и обеспечению их интересов. С этой целью необходимо поощрять участие акционеров в общих собраниях акционеров, организовать своевременное информирование акционеров и рассылку документации, установить удобные и эффективные процедуры и формы голосования, и др.
- Поддерживать отношения и проводить регулярные встречи с финансовыми аналитиками, предоставлять им информационные материалы о компании.

- Декларирование и осуществление на практике "открытой политики" компании в отношении акционеров для создания положительного имиджа среди потенциальных инвесторов, что может содействовать размещению новых ценных бумаг.

### **Функции менеджера по связям с акционерами**

Основной задачей менеджера по связям с акционерами является обеспечение инвесторов необходимой информацией о компании. Кроме этого, он может отвечать за текущее раскрытие информации, организацию и проведение пресс-конференций, роуд-шоу, осуществление рассылки информации, поддержание странички в Интернет, распространение квартальной и годовой отчетности компании и другие мероприятия, предназначенные для акционеров. Менеджер по связям с акционерами должен занимать в иерархии компании позицию близкую к руководству и иметь тесные рабочие контакты с ним. В идеале, он должен также иметь возможность участвовать в заседаниях совета директоров, чтобы быть в курсе всех принимаемых решений.

### **Кодекс внутреннего контроля и внутренние правила компании**

Необходимо осуществлять строгий контроль за движением существенной информации, которая может повлиять на цену акций компании, внутри самой компании до момента ее опубликования. В противном случае возможны злоупотребления, связанные с использованием инсайдерской информации.

Кодекс внутреннего контроля представляет собой свод правил и процедур, установленных в компании для регулирования движения существенной информации, способной оказать влияние на цену акций, до ее раскрытия рынку, а также правила поведения сотрудников, имеющих отношение к такой информации. Сотрудники обязаны подписать специальный документ, запрещающий им использование инсайдерской информации и обязывающий их соблюдать кодекс внутреннего контроля.



## Приложение 1: Примерная структура годового отчета

### **Цель**

Приводимый ниже образец годового отчета может рекомендоваться в качестве возможного варианта для использования открытыми акционерными обществами в России.

В документе собрана вся важная информация в общепринятом в западных странах порядке.

Несомненно возможны некоторые отступления, как в темах (качество информации), так и деталях (количество информации), а также в порядке представления информации. Тем не менее необходимо соблюдать минимальные законодательные и общепринятые требования, а также рекомендуется избегать излишней информации. Для облегчения работы ответственных за написание годового отчета лиц мы предлагаем следующую систему условных обозначений:

- Главы, обозначенные **жирным шрифтом** являются обязательными
- Главы, обозначенные обычным шрифтом, являются рекомендуемыми
- Главы, обозначенные *курсивом*, являются желательными

По возможности, годовой отчет должен быть **проиллюстрирован** фотографиями, таблицами и графиками для облегчения визуального восприятия.

Годовой отчет должен быть **опубликован в виде брошюры** и предоставляться всем заинтересованным сторонам. В некоторых случаях рекомендуется также публиковать краткую сокращенную версию годового отчета для непрофессиональных заинтересованных лиц. В подобном документе будет представлена вся необходимая информация, а стоимость публикации будет значительно ниже.

Мы также рекомендуем рассмотреть такие пути распространения этого документа, как CD-ROM и Internet.

Для компаний, работающих на международном рынке или заинтересованных в привлечении иностранных инвесторов, рекомендуется публиковать годовой отчет как на русском, так и на английском языке.

Название главы	Содержание/комментарии	Кол-во стр.
1. Содержание		1
2. Цель компании	<i>На усмотрение/рекомендуется</i>	1
<b>3. Юридическая информация</b>	Регистрации, организационно-правовой статус, юридический адрес, собственность и права голоса (кол-во акций у разных групп акционеров - сотрудники, государство, частные, российские иностранные, институциональные, крупные акционеры, а также имения за последние годы), торговая площадка. Аудитор. Описание структуры группы (если есть - организационная схема) и список филиалов и дочерних предприятий (если есть). Процент под контролем.	<b>2 или 3</b>
<b>4. Заявление генерального директора</b>	Краткий обзор самых важных событий и результатов за последние годы.	<b>1</b>
5. Отчет директоров (или председателя совета директоров)	Может быть объединено с заявлением генерального директора	1
Совет директоров	Члены совета (количество, должность, истечение срока полномочий, собственность директоров, комитеты (описания и члены) политика совета директоров (если есть)	1
6. Управление	<ul style="list-style-type: none"> <li>Правление – организационная структура –</li> </ul>	1 от 2

<p>7. Основные финансовые показатели и обзор деятельности (в свете мировой экономической ситуации)</p>	<p>схема оплаты.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Основные показатели прошедшего года (описание основных событий в хронологическом порядке)</li> <li>• Обзор финансовых показателей (1 стр.) и торгов ценными бумагами (1 стр.)</li> </ul> <p>Короткое описание общей экономической ситуации в данной отрасли в мире (в стране)</p>	<p>1 или 2</p>
<p>8. <i>Сотрудники</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Среднее количество сотрудников в год за последние несколько лет (всего, по основным категориям, по регионам)</i></li> <li>• <i>Средняя оплата и возможная политика оплаты</i></li> </ul>	<p>1 или 2</p>
<p>9. <b>Обзор производственной деятельности</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Анализ производственной деятельности по подразделениям (и/или регионам), с указанием основных характеристик (таких как основные клиенты и поставщики), а также вкладом в общий результат</li> <li>• Разработки и исследования</li> <li>• Планы на будущее</li> </ul> <p>Для каждого подразделения следует указать:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Основная инфраструктура компании, расположения, подъезд. Описание заводов и офисных помещений, торговых точек и других помещений, которые отражены в балансе</li> <li>• Аналогичная информация по оборудованию, указанному в финансовой отчетности</li> </ul>	<p>2 - 4</p> <p>3 to 7</p>
<p>10. <b>Финансовая отчетность компании и консолидированная финансовая отчетность</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Показатели за последние 5 лет</li> <li>• Отчет о прибылях и убытках</li> <li>• Баланс</li> <li>• Отчет о движении наличности</li> <li>• Консолидированные счета             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Методология</li> <li>- Счета</li> </ul> </li> </ul> <p>Основные формы финансовой отчетности должны сопровождаться финансово-экономическими коэффициентами финансовой независимости, рабочего капитала, ликвидности</p>	<p>6 - 20</p> <p>3 - 4</p>

	<p>и рентабельности, относящиеся к обороту и инвестированному капиталу.</p> <p>Все счета должны сопровождать подробными объяснениями.</p> <p>Те же данные в соответствии с МСФО или GAAP</p>	
Корпоративное управление	<p>Схема корпоративного управления (если есть) - включает информационную политику, даты общих собраний и публикаций отчетов, биржи, на которых котируются акции, и т.п.          Контакты с акционерами и заинтересованными сторонами (к кому обращаться за информацией, контактные данные, адреса в Internet)          Другие инициативы (например, клуб акционеров)</p>	2 или 3
Отчет о защите окружающей среды	<p><b>Внешние и внутренние мероприятия компании (спонсорство, дотации, обучение), направленные на защиту окружающей среды и непричинение вреда</b></p>	1 или 2
11. Отчет аудиторов	<p>1 или 2 аудитора          (если компания прошла листинг за границей, рекомендуется иностранный аудитор)</p>	1 или 2
*****	*****	*****
ВСЕГО страниц в отчете		23 - 44 не менее 15 - не более 50

**Редактирование и публикация**

Желательно, чтобы годовой отчет компании был отредактирован генеральным секретарем или секретарем генерального директора. Тем не менее, в ее составлении должны принимать участие все подразделения и основные отделы (бухгалтерский, финансовый, отдел кадров) компании.

Генеральный секретарь устанавливает сроки для сдачи материалов вовлеченными в работу подразделениями и отделами. Проект годового отчета просматривается высшим руководством и советом директоров компании. Окончательная версия годового отчета может быть опубликована лишь после одобрения общим собранием акционеров финансовой отчетности компании.

Годовой отчет должен затем быть опубликован в виде брошюры и если возможно размещен на Internet сайте компании или на CD-Rome. Годовой отчет желательно публиковать на двух языках - русском и английском.

## **Приложение 2: Рекомендации по структуре и содержанию информационного меморандума**

### ***Общие замечания***

Нужно заметить, что каких-либо стандартных требований к структуре и формату информационного меморандума не существует. Меморандумы, подготовленные различными компаниями несколько различаются между собой в зависимости от общей ситуации и инвестиционной политики. Тем не менее можно выделить некоторый общепринятый подход к составлению информационного меморандума.

### ***Основная информация с точки зрения инвестора***

Если компания стремится привлечь капитал, то в своем информационном меморандуме она должна подчеркнуть все свои преимущества. Самыми важными среди них с точки зрения инвестора могут быть:

- Положение компании в отрасли, качество продукции, потенциал роста;
- Реалистичный план развития (стратегия компании);
- Достаточно ли квалифицированно и опытно руководство компании, чтобы привести ее к выполнению поставленной цели;
- Направления использования средств;
- Финансовое положение компании и результаты деятельности за несколько последних лет.
- Прогноз финансового положения компании и результатов деятельности на следующие два года

Это наиболее важные факторы, на которые должна обратить внимание компании при подготовке информационного меморандума. По возможности, они должны быть представлены в положительном свете - но руководство компании должно считать, что такое представление является реальным.

## ***Предлагаемая структура информационного меморандума***

Мы предлагаем следующую структуру информационного меморандума:

1. Резюме
2. Производственная деятельность
3. Положение на рынке
4. Стратегия компании
5. Финансовая информация
6. Руководство и сотрудники
7. Приложения

Рассмотрим структуру информационного меморандума подробнее:

### **Часть I. Резюме**

**Эта глава представляет собой резюме (~ 2-4 стр.) основной информации и выводов последующих разделов меморандума.**

- 1.1. Инвестиционные возможности (коротко описываются инвестиционные возможности, включая объем требуемого финансирования, условия и направления использования капитала, основные параметры эмиссии)
- 1.2. Деятельность
- 1.3. Положение на рынке и клиентская база
- 1.4. Основные преимущества
- 1.5. Стратегия компании

### **Часть II. Производственная деятельность**

Эта глава содержит короткое описание компании и ее основных направлений деятельности.

- 2.1. Производственный обзор
- 2.2. История
- 2.3. Продукты и услуги
- 2.4. Обзор основных направлений деятельности
- 2.5 Структура собственности
- 2.6. Организационная структура
- 2.7. Процессы и технологии
- 2.8. Оборудование и станки
- 2.9. Собственность
- 2.10. Поставщики

### **Часть III. Ситуация на рынке**

В этой главе описывается общее положение в отрасли на рынках, на которых работает компания.

- 3.1. Рынки
- 3.2. Клиенты
- 3.3. Отечественные конкуренты
- 3.4. Иностранные конкуренты

### **Часть IV. Стратегия компании**

Это важная часть, посвященная стратегии развития компании, поставленных задачам и методам их достижения.

- 4.1. Стратегия и достижения в прошлые периоды
- 4.2. Стратегия развития и перспективы

### **Часть V. Финансовая информация**

В этой главе приводится обзор финансовых результатов компании и комментарии о финансовом положении.

- 5.1. Обзор финансовых результатов
- 5.2. Комментарии к балансу
- 5.3. Комментарии к отчету о прибылях и убытках
- 5.4. Комментарии к отчету о движении наличности
- 5.5. Отдельные финансово-экономические показатели и коэффициенты

## **Часть VI Факторы риска**

В этой главе руководство компании описывает ключевые факторы, которые могут позитивно или негативно отразиться на компании, например:

- 6.1 Тенденции рынка
- 6.2 Клиенты
- 6.3 Поставщики
- 6.4 Валютный риск (экспорт, импорт, кредиты в валюте)
- 6.5 Курсовой риск
- 6.6 Ключевые сотрудники
- 6.7 Вопросы охраны окружающей среды
- 6.8 Страхование

## **Часть VII. Руководство и сотрудники**

- 7.1. Высшее руководство
- 7.2. Сотрудники

## **Часть VIII. Приложения**

- 8.1. Формы финансовой отчетности (баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении наличности) за последние 3 года.

## **Приложение 3: Требования к структуре и содержанию проспекта эмиссии ценных бумаг в Российской Федерации**

### **I. Титульный лист проспекта эмиссии**

Титульный лист должен содержать следующую информацию:

1. Наименование документа “проспект эмиссии”;
2. Полное фирменное наименование эмитента;
3. Вид, форма и количество размещаемых акций;
4. Отметка об утверждении данного проспекта эмиссии уполномоченным органом эмитента;
5. Отметка регистрирующего органа о регистрации данного проспекта эмиссии;
6. Положение “Регистрирующий орган не отвечает за достоверность информации, содержащейся в данном проспекте эмиссии и фактом его регистрации не выражает своего отношения к размещаемым ценным бумагам”;
7. Положение “Информация, содержащаяся в настоящем проспекте эмиссии, подлежит раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации”;
8. Подписи ответственных лиц эмитента, печать и дата.
9. Полное фирменное наименование аудиторской фирмы, подпись руководителя аудиторской фирмы.

### **II. Текст проспекта эмиссии**

#### **A. Данные об эмитенте**

1. Полное фирменное наименование эмитента;
2. Сокращенное наименование;
3. Данные об изменениях в наименовании и организационно-правовой форме эмитента;

4. Информация о государственной регистрации и лицензиях;
5. Идентификационный номер налогоплательщика;
6. Отраслевая принадлежность эмитента;
7. Место нахождения, почтовый адрес эмитента и контактные телефоны;
8. Расчетные и иные счета эмитента;
9. Информация об учредителях (участниках) эмитента;
10. Структура управления эмитента;
11. Данные о членах совета директоров (наблюдательного совета) (фамилия, имя, отчетство, год рождения, все должности, занимаемые за последние 5 лет в хронологическом порядке с указанием сферы деятельности, а также доли в уставном капитале компании, ее филиалов и зависимых компаний);
12. Данные о единоличном и коллегиальном исполнительном органе управления (фамилия, имя, отчетство, год рождения, все должности, занимаемые за последние 5 лет в хронологическом порядке с указанием сферы деятельности, а также доли в уставном капитале компании, ее филиалов и зависимых компаний);
13. Все виды вознаграждения, выплачиваемые членам совета директоров, членам исполнительного органа и другим руководящим лицам;
14. Сведения о юридических лицах, в которых эмитент владеет более чем 5 процентами уставного капитала;
15. Доли участия всех юридических лиц, в которых эмитент владеет более чем 5 процентами уставного капитала;
16. Сведения о других аффилированных лицах эмитента, включая лица, которые обладают 5 и более процентами голосов в высшем органе управления эмитента (общее собрание акционеров);
17. Участие эмитента в промышленных, банковских, финансовых группах, холдингах, концернах и ассоциациях;
18. Сведения о филиалах и представительствах эмитента;
19. Количество работков эмитента, включая филиалы и представительства;
20. Описание основных видов деятельности эмитента, включая:
  - Общее развитие отрасли;
  - История образования и деятельности эмитента;
  - Планы будущей деятельности эмитента;

- Виды продукции (услуг) (с указанием продуктов (услуг), обеспечивших более 10 процентов объема реализации (выручки) эмитента за три финансовых года);
  - Основные виды деятельности и их доля в объеме реализации (выручки);
  - Источники сырья, материалов и услуг (с указанием поставщиков, на которых приходится более 10 процентов всех поставок);
  - Основные рынки сбыта продукции (работ, услуг) эмитента (с указанием потребителей, на оборот с которыми приходится более 10 процентов общей выручки от реализации продукции (работ, услуг) эмитента, а также с описанием возможных негативных факторов, которые могут повлиять на сбыт эмитентом его продукции (работ, услуг));
  - Практика деятельности в отношении запасов;
  - Сезонный характер деятельности;
  - Будущие обязательства (с указанием любых будущих существенных обязательств эмитента и негативного влияния, которое эти обязательства могут оказать на деятельность эмитента);
  - Основные конкуренты (с описанием конкурентных условий деятельности эмитента, в том числе указываются конкретные рынки, на которых эмитент осуществляет или намерен осуществлять деятельность, основные существующие и предполагаемые конкуренты эмитента);
  - Факторы риска (с подробным анализом факторов риска, которым будут подвергаться владельцы ценных бумаг, по группам: экономические, социальные, технические, экологические);
21. Сведения о санкциях, наложенных на эмитента, и участие эмитента в судебных процессах;
22. Существенные договоры и обязательства эмитента;
23. Дополнительная существенная информация (с указанием иной информации о деятельности эмитента, которая может повлиять на принятие решения о приобретении ценных бумаг эмитента).

### **Б. Данные о финансовом положении эмитента**

24. Годовая бухгалтерская отчетность эмитента за последние три финансовых года;
25. Бухгалтерская отчетность эмитента за последний квартал;
26. Сведения о формировании и использовании средств резервного фонда за последние три финансовых года;
27. Данные об уставном капитале эмитента.

### **В. Сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг**

28. Сведения о всех предыдущих зарегистрированных выпусках ценных бумаг (акции, облигации), в том числе:
  - Категория (тип), форма выпуска ценных бумаг;
  - Количество ценных бумаг выпуска;
  - Номинальная стоимость одной ценной бумаги и общий объем выпуска по номинальной стоимости;
  - Права, предоставляемые ценными бумагами;
  - Способ размещения ценных бумаг;
  - Даты начала и окончания размещения;
  - Регистрирующий орган, осуществивший государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, государственный регистрационный номер и дата государственной регистрации;
  - Состояние ценных бумаг выпуска (размещаются, размещение приостановлено, размещение завершено, часть ценных бумаг погашена (аннулирована));
  - Регистрирующий орган, зарегистрировавший отчет об итогах выпуска ценных бумаг;
  - Основные рынки, на которых осуществляется торговля ценными бумагами выпуска;
  - Другая рыночная информация о предыдущих выпусках эмитента.

### **Г. Сведения о размещаемых ценных бумагах**

38. Сведения о размещаемых ценных бумагах, в том числе:

- Категория (тип), форма ценных бумаг выпуска
- Количество размещаемых ценных бумаг выпуска
- Номинальная стоимость одной ценной бумаги выпуска и общий объем выпуска по номинальной стоимости
- Права, предоставляемые ценными бумагами
- Способ размещения
- Срок и порядок размещения ценных бумаг
- Цена размещения ценных бумаг
- Условия и порядок оплаты
- Сведения о принятии решения о размещении ценных бумаг выпуска (орган эмитента, принявший решение, и дата принятия указанного решения)
- Сведения об утверждении решения о выпуске и проспекте эмиссии (орган эмитента и даты)
- Сведения о любых ограничениях на эмиссию акций, установленных в уставе эмитента, ограничениях в отношении возможных приобретателей размещаемых ценных бумаг

39. Сведения о регистраторе, депозитории и андеррайтерах;

40. Сведения о целях, на которые предполагается использовать средства, полученные от размещения ценных бумаг выпуска;

41. Порядок налогообложения доходов по размещаемым ценным бумагам.

### **Д. Дополнительная информация**

42. Ограничения в обращении ценных бумаг;

43. Прочие особенности и условия выпуска и обращения ценных бумаг;

44. Сведения об основных местах продажи размещаемых ценных бумаг.

## Приложение 4: Анкета ценной бумаги для листинга на ММВБ

### 1. Общая информация

1.1.	Полное наименование Заявителя, указанное в Уставе	
1.2.	Полное наименование эмитента, указанное в Уставе	
1.3.	Ответственное лицо Заявителя	
1.4.	Контактные тел., факс, адрес электронной почты Заявителя	
1.5.	Адрес страницы Заявителя в Internet	

### 2. Основные параметры ценной бумаги.

2.1.	Сокращенное наименование Эмитента, указанное в Уставе	
2.2.	Вид и тип ценной бумаги	
2.3.	Номинальная стоимость ценной бумаги	
2.4.	Форма выпуска ценной бумаги	
2.5.	Код и дата государственной регистрации выпуска ценных бумаг	
2.6.	Уникальный регистрационный код выпуска (серии, транша) - при наличии.	
2.7.	Количество данных ценных бумаг и общий объем эмиссии	
2.8.	Срок обращения*	
2.9.	Количество купонов*	
2.10.	Купонный период*	
2.11.	Размер дохода по каждому купону*	
2.12.	Даты выплат по каждому купону*	
2.13.	Срок обращения, дата окончания срока обращения*	
2.14.	Дата размещения	
2.15.	Дата погашения*	
2.16.	Формула расчета доходности*	
2.17.	Формула расчета накопленного купонного дохода*	
2.18.	Порядковый номер выпуска	
2.19.	Сведения о регистрации выпуска ценных бумаг	

### 3. Информация об Эмитенте

3.1.	Свидетельство о гос. Регистрации	
3.2.	Количество акционеров	
3.3.	Доля голосующих акций	
3.4.	Отраслевая принадлежность	
3.5.	Должность и ФИО руководителя	
3.6.	Юридический адрес	

3.7.	Почтовый адрес	
3.8.	ФИО, председателя Совета директоров	
3.9.	Должность и ФИО лица, ответственного за связь с ММВБ деятельность с указанием контактных тел./факса	
3.10.	Количество и месторасположение филиалов и представительств, адреса, тел.	
3.11.	Банковские реквизиты	
3.12.	Контактные тел./факс	
3.13.	Адрес электронной почты	
3.14.	Адрес страницы в Internet	

## Приложение 5: Словарь используемых терминов

### **а**

#### **кредиторская задолженность**

деньги, которые компания должна заплатить кредиторам за поставленные товары и услуги

#### **начисленный процент**

Процент, добавляемый к текущей рыночной цене облигации. Этот процент начисляется с момента последней выплаты по купону облигации до установленной даты.

#### **Поручение - “Все или ничего”**

Поручение, которое согласно предоставленной брокеру инструкции подлежит полному исполнению, или вообще не исполняется

#### **Третейский суд**

Альтернатива обращению в суд при улаживании конфликтов касательно сделок с ценными бумагами

#### **активы**

все, что представляет собой коммерческую или биржевую стоимость, включая наличные средства, инвестиции и собственность.

#### **Автоматизированная система контроля за торгами на фондовом рынке**

Компьютерная система, разработанная Нью-Йоркской Фондовой Биржей (НЙФБ). Она осуществляет контроль за подозрительными сигналами в торговой системе и незаконными сделками.

### **б**

#### **базисный пункт**

наименьшее измерение дохода по облигациям, равен 0.0001 или 0.01% дохода.

#### **Медвежий рынок**

Состояние рынка, когда цены акций или облигаций падают.

#### **Спред**

При котировках, разница между ценой предложения на покупку и на продажу.

#### **Голубые фишки**

Акции надежных и хорошо известных компаний, которые выплачивают дивиденды как в хорошие, так и плохие времена

#### **Облигация**

Вид долгового обязательства, выпускаемый корпорациями, муниципалитетами и федеральным правительством. Владелец облигации выдает ссуду эмитенту. Обычно по облигациям выплачиваются годовые и полугодовые ставки. Основная сумма облигации, которая соответствует номинальной стоимости долга, выплачивается в соответствии с установленной структурой срока выполнения долговых обязательств.

#### **Рефинансирование облигации**

При этом выпускаются новые облигации, с целью использования их для рефинансирования существующих облигаций до наступления срока выполнения долговых обязательств по ним.

#### **Сделка по продаже**

Предложение ценных бумаг, при котором весь выпуск выкупается у компании андеррайтером, который берет на себя финансовую ответственность за их размещение. Также называется **твердое обязательство**.

#### **брокер**

частное лицо или компания, которые за плату действуют в качестве лицензионного посредника между покупателем и продавцом при совершении сделок купли продажи, а также выполнять поручения по покупке-продаже, поданные другим частным лицом или компании. Брокер может также дать рекомендацию по вложению капитала.

#### **Бюджетный дефицит**

Превышение расходов над доходами частного лица, компании или государственного органа за определенный период времени. Бюджетный дефицит компании может быть покрыт или снижен путем увеличения продаж или снижения издержек, иначе компании грозит банкротство.

#### **Бычий рынок**

Состояние рынка, при котором цены растут, характеризуется обычно большими объемами торгов.

