

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ БИЗНЕСА

Заочный факультет экономики и права

Кафедра финансов и кредита

«Допустить к защите»

Заведующий кафедрой

_____ 2007
« _____ » _____

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА СПЕЦИАЛИСТА

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИРО В РОССИИ

Специальность ФИНАНСЫ И КРЕДИТ

Специализация ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Выполнила:

студентка группы ФПЗ-02

Крепышева Анна Евгеньевна

Научный руководитель:

к.э.н., доцент

Богданова И.Н.

Москва 2007

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
Глава 1 Теоретические аспекты источника привлечения капитала...	6
1.1 Сущность, значение и особенности IPO.....	6
1.2 Исторические этапы развития IPO в России и за рубежом	21
1.3 Мировой опыт проведения публичного размещения ценных бумаг.....	23
1.4 Правовое регулирование IPO в РФ.....	30
Глава 2 Анализ опыта проведения IPO.....	35
2.1 Анализ опыта размещения российских компаний.....	35
2.2 Особенности проведения IPO в РФ.....	43
2.3 Проблемы на рынке IPO.....	48
Глава 3 Совершенствование рынка IPO.....	51
3.1 Перспективы и тенденции рынка.....	51
3.2 Рекомендации по совершенствованию IPO.....	60
Заключение	63
Список нормативно-правовых актов и использованной литературы.....	66
Приложения	69

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время российская экономика выходит на новый виток своего развития, предъявляя всем ее участникам повышенные требования, как к качеству управления, так и к разработке эффективной стратегии развития компании. Формирование корпоративного права, бурное развитие отраслей производства и торговли, обострение конкурентной борьбы, приток иностранного капитала вынуждают российские компании искать новые источники привлечения финансовых ресурсов для развития своего бизнеса. В этой связи все больше российских компаний обращают свое внимание на возможности публичного рынка. Данный инструмент еще находится в стадии становления, однако все больше игроков пытаются использовать его в своей стратегии.

На современном этапе развития фондового рынка России тема IPO является одной из самых актуальных.

Согласно результатам исследования крупнейшего мирового аналитического агентства Thomson Financial, лидерами по объемам IPO, проведенных в первом полугодии 2007 года стали компании США, разместившие акции более, чем на \$21,57 млрд. Второе место занимают китайские компании с результатом \$17,83 млрд. Российские компании, которые с начала года привлекли \$15,83 млрд, заняли третье место. В 2007 г. наблюдается тенденция роста IPO – компаний не только зарубежных, но и российских, поскольку это весьма новый инструмент реализации финансовой стратегии компании на международных фондовых рынках, многие дискуссионные вопросы посвящены именно ему, что и обусловило актуальность работы.

В отечественной литературе аббревиатура IPO или Initial Public Offering переводится как первичное публичное предложение акций и иных ценных бумаг компанией на фондовой бирже, где они становятся доступными широкому кругу инвесторов и превращаются в инструмент биржевой игры.

Первичность размещения подразумевает, что на открытом рынке акции компании ранее не обращались, а публичность означает, что акции распространяются среди неопределенного числа инвесторов.

IPO – длительный и сложный процесс. Он требует как высоких финансовых и временных затрат, так и наличия команды профессионалов, знающих все тонкости процедуры IPO.

При существующих сложностях, многие российские эмитенты рассматривают IPO как реальную возможность привлечения дополнительного капитала.

Объект исследования – рынок IPO.

Целью данной работы является характеристика существующей международной и зарождающейся отечественной практики первичного публичного размещения ценных бумаг, рассмотрение проблем и перспектив использования механизма IPO в РФ.

Реализация поставленной цели обусловила решение следующих задач:

- теоретического обоснования сущности, значения и особенностей альтернативного источника привлечения капитала;
- рассмотрение зарубежного опыта и отечественной практики проведения IPO;
- изучение правового регулирования IPO в РФ;
- анализ опыта размещения ценных бумаг российскими компаниями;
- выявление проблем и перспектив на рынке IPO;
- разработка рекомендаций по совершенствованию в области использования инструмента IPO для финансирования деятельности российских компаний.

Данному вопросу посвящены труды российских и зарубежных экономистов: А.В. Лукашова, А.Е. Могина, С.В. Лосева, Я.М. Миркина, Стивена М. Брег и др., а также законы и иные нормативно-правовые акты, регулирующие деятельность на рынке IPO. В качестве информационно-статистической базы были использованы данные Интернет – источников, таких

как: <http://www.ipocongress.ru>; <http://www.fesm.ru>; <http://www.micex.ru>; <http://www.rts.ru> и других Интернет-источников, а также изучено большое количество аналитических публикаций.

Структура данной работы обусловлена поставленной целью и задачами исследования.

Во введении обосновывается актуальность темы работы, обозначены цель, задачи, объект исследования.

Первая глава посвящена особенностям размещения ценных бумаг путем первичного публичного предложения. В главе раскрывается понятие Initial Public Offering, выявляются преимущества и недостатки данного метода. Также представлена поэтапная структура и инфраструктура процесса IPO; приведены следующие законодательные и нормативные акты, измененные или принятые вновь для регулирования процесса IPO в Российской Федерации.

Во второй главе представлен анализ опыта проведения IPO российскими компаниями, его основных особенностей и существующих проблем на рынке публичных размещений.

В третьей главе на основе теоретических аспектов источника альтернативного привлечения капитала посредством IPO и проведенного анализа опыта размещения российскими компаниями выявляются прогнозы и основные тенденции развития рынка первичных публичных предложений. Научная новизна проведенного исследования заключается в том, что на основе изучения практического анализа современного состояния проблем на рынке IPO предлагаются способы совершенствования по их практической реализации.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИСТОЧНИКА ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА

1.1 Сущность, значение и особенности IPO

Развитые финансовые рынки характеризуются не только определенного рода изобилием финансовых продуктов, доступных частным и институциональным инвесторам, но и многообразием инструментов привлечения средств компаниями, среди которых самым популярным и динамично развивающимся на сегодняшний день стало IPO.

Финансовый рынок – это совокупность средств и механизмов осуществления финансовых отношений.

Согласно определению Комиссии по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC), IPO - первичное предложение акций компании обществу.

В российском законодательстве нет четкого определения понятия «Initial Public Offering» или «первичного публичного предложения акций». Тем не менее, существующие нормативные документы регулируют отдельные стадии этого процесса.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» дает следующие определения:

Публичное размещение ценных бумаг - размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

Публичное обращение ценных бумаг - обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.

Листинг ценных бумаг - включение фондовой биржей ценных бумаг в котировальный список.

Таким образом, понятию IPO можно дать следующую характеристику:

IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное предложение акций и иных ценных бумаг компанией на фондовой бирже, где они становятся доступными широкому кругу инвесторов и превращаются в инструмент биржевой игры.

В последние годы IPO традиционно ассоциировалось с сектором акций высокотехнологичных компаний. Поэтому в практике мирового инвестиционного сообщества понятие IPO применяется главным образом в отношении акций.

Благодаря IPO компания меняет свой статус с «частной» на «публичную». Чтобы разместиться на бирже, компании должны соответствовать ряду требований: иметь отстроенную систему корпоративного управления, понятную инвесторам структуру активов и денежных потоков, а также раскрывать все существенные факты своей деятельности. Помимо вырученных от продажи акций средств, публичный статус дает компании много других преимуществ: повышается ее деловая репутация и известность на рынке, появляется возможность привлекать кредиты, размещать облигации под более низкие проценты и т. д.

В России иногда трактуют понятие IPO более вольно, причисляя к нему и другие виды публичного размещения:

❖ **PO (private offering)** – частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже;

❖ **PPO (follow-on или primary public offering)** – размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке – так называемое доразмещение или вторичное публичное размещение;

❖ **SPO (secondary public offering)** – публичная продажа крупного пакета действующими акционерами;

❖ **DPO (direct public offering)** – публичные размещения от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя биржевой рынок.

Сравнительная характеристика видов публичного размещения представлена в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Сравнительная характеристика видов публичного размещения акций¹

Процедура	Бумага перед размещением		Размещение происходит		Размещаемый выпуск		Круг инвесторов		Рынок		Размещение осуществляется	
	листинг	уже обращается на бирже	первый раз	не в первый раз	дополнительный	основной	широкий	узкий	биржевой	внебиржевой	профессиональный участник	эмитент своими силами
IPO	+	-		-	+	-	+	-	+	-	+	-
Follow-on (PPO)	-	+		-	+	-	+	-	+	-	+	-
SPO	не имеет значения		не имеет значения		-	+	+	-	+	-	+	-
DPO	не имеет значения		не имеет значения		не имеет значения		не имеет значения		-	+	-	+
PO	+	-	не имеет значения		не имеет значения		-	+	-	+	+	-

Для того чтобы лучше понять достоинства и преимущества IPO, необходимо сравнить его с альтернативными источниками привлечения капитала. Сегодня источником инвестиций для компаний могут быть²:

- нераспределенная прибыль (один из наиболее распространенных источников финансирования инвестиционных проектов);
- бюджетные средства и государственные ссуды (достаточно емкий источник, хотя доступ к нему весьма проблематичен);

¹ Лукашов А.В., Могин А.Е. IPO от I до O.- М.: Альпина бизнес букс, 2007

² Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. – 2005, № 15

- банковские кредиты (в условиях сравнительно быстрого расширения банковской системы этот источник становится достаточно популярным);
- облигационные займы, размещаемые компаниями на открытом рынке.

Перечисленные источники инвестиций относятся к категории известных и достаточно распространенных среди российских компаний. Вместе с тем, все они имеют свои минусы.

Нераспределенная прибыль сильно зависит от складывающейся экономической конъюнктуры, положения предприятия на рынке. Рассчитывать на этот источник при осуществлении долгосрочного проекта, отдача от которого станет ощутимой через несколько лет, довольно рискованно.

Получение бюджетных средств – это всегда потеря времени и наличие значительных временных издержек, связанных с многочисленными бюрократическими проволочками. Seriously рассматривать данный источник инвестиций могут лишь компании с высокой долей государственного участия.

Банковские кредиты – это, с одной стороны, чрезмерная зависимость от одного кредитора, с другой – необходимость возврата привлеченных средств по достаточно высоким процентным ставкам.

Наконец, облигационные займы предусматривают обеспечение необходимого потока платежей по купонным выплатам, что в случае долгосрочного проекта может стать обременительным. Кроме того, облигационные займы в российских условиях достаточно часто сопровождаются требованием оферты, что также затрудняет их использование для финансирования капиталоемких проектов.

Преимущества IPO перед другими инвестиционными источниками представлены в таблице 1.2.

Таблица 1.2.

Преимущества IPO перед другими инвестиционными источниками¹

Недостатки источника инвестиций	Преимущества IPO
Нераспределенная прибыль: * зависимость от складывающейся экономической конъюнктуры	Крупное разовое поступление капитала. Независимость от будущей экономической конъюнктуры
Бюджетные средства и государственные ссуды: * издержки, связанные с бюрократическими проволочками	Оперативность поступления ресурсов, отсутствие бюрократических проволочек. Отсутствие обязательств (в том числе и по социальным программам)
Банковские кредиты: * зависимость от одного кредитора; * возврат привлеченных средств по высоким ставкам	Независимость от конкретного финансового института. Отсутствие будущих выплат
Облигационные займы: * обеспечение купонных выплат; * привлечение средств на определенный срок	Отсутствие обязательств по обслуживанию займа. Неограниченный срок привлечения капитала

Каждая компания имеет свою специфику и свои особенности ведения бизнеса, поэтому для каждого конкретного случая выход на публичный рынок может сулить свои положительные и отрицательные стороны.

Осуществление публичного размещения акций на бирже дает компании ряд неоспоримых *преимуществ* перед обычным размещением²:

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

¹ Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. – 2005, № 15

² Лосев С.В., Миркин Я.М. IPO «за» и «против» для эмитента // Корпоративные стратегии, 2006, №2

- Диверсификация источников финансирования;
- IPO / Облигационный заем – альтернатива банковскому кредиту.

Эмитент финансирует весь рынок. Выпуск ценных бумаг снижает зависимость эмитента от конкретных банков. Меньшей становится зависимость от индивидуального кредитора, его мнения об эмитенте (часто необъективного и не основанного на всей необходимой информации) и меньшей – концентрация рисков на одном кредиторе. Возникновение альтернативного источника привлечения средств и возможности обойтись без кредита может обеспечить более привлекательные условия банковского кредитования;

- Возникновение истории компании на публичном финансовом рынке. Более полное раскрытие информации о рисках предприятия. Лучшее понимание инвесторами / кредиторами эмитента и его рисков. Лучшая узнаваемость компании и, соответственно, расширение доступа к заемному капиталу, рост операционной способности предприятия привлекать денежные ресурсы на иных сегментах финансового рынка, меньшие издержки на получение доступа к заемным денежным ресурсам;

- IPO – выпуск обыкновенных акций не связан с фиксированными обязательствами;

- Получение биржевой истории и биржевой репутации. В дальнейшем – более высокая капитализация акций и депозитарных расписок, способность эмитента предоставить инвесторам – в зависимости от их инвестиционных целей – вместо разовых финансовых продуктов свою законченную продуктовую линию (от долговых инструментов – акций и коммерческих бумаг в вексельной форме – к обыкновенным и привилегированным акциям, депозитарным распискам и, далее, к производным инструментам, базисом которых являются первичные ценные бумаги эмитента);

- Более широкие возможности финансового конструирования, переход эмитента к проектированию серий финансовых продуктов с условиями, изменяющимися в зависимости от состояния рынка, и продуктовых линий. В частности, использование конвертируемых ценных бумаг;

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

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

Однако при всех своих положительных моментах публичного размещения акций компании существует и ряд негативных факторов, сдерживающих распространение IPO в России и не позволяющих использовать их в массовом порядке отечественными компаниями.

К *недостаткам* IPO можно отнести¹:

- Возникновение проблемы разводнения капитала (решается тем, что IPO охватывает до 10 – 20% акций, контроль над бизнесом со стороны главных акционеров не меняется);

- Необходимость публичного раскрытия информации об эмитенте, что, с одной стороны, делает предприятие информационно более открытым, снижает его риски, а с другой – требует дополнительных затрат, связанных с раскрытием информации;

¹ Лосев С.В., Миркин Я.М. IPO «за» и «против» для эмитента //Корпоративные стратегии, 2006, №2

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

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

Перечень прямых затрат на проведение IPO представлен в таблице 1.3:

Таблица 1.3

Прямые затраты на проведение IPO¹

Предварительный этап	Собственно подготовка к IPO
1. Час работы консалтинговой компании - \$50-400. На практике любое общение выльется как минимум в несколько «чистых» дней. 2. Разработка «правильной» структуры и модели управления компанией – около \$100000 для предприятия среднего размера. 3. Пиар-кампания для повышения известности компании - \$50000-80000 в год. 4. Рекламный бюджет (включая сувенирную продукцию) - \$300000-500000. 5. Корпоративные мероприятия с целью повысить известность бренда. От \$150000 на тысячу человек плюс стоимость идеи. 6. Переход на МСФО. Аудит по МСФО – от \$40000. 7. Совершенствование уровня корпоративного управления, получение рейтинга корпоративного управления – от \$50000. 8. Создание публичной кредитной истории (путем выпуска векселей и облигаций).	1. Юридические услуги – около \$100000: 1.1. Преобразование компании в ОАО; 1.2. Услуги андеррайтера; 1.3. Прохождение международного аудита и составление отчетности в соответствии с международными стандартами; 1.4. Поддержание ликвидного баланса; 1.5. Содержание квалифицированного менеджмента. 2. Пиар-поддержка IPO \$50000-150000. 3. Road show –\$100000-150000. 4. Размещение акций. Общие расходы - \$500000-\$1 млн. при размещении в России, \$1-2 млн. на Западе, не считая комиссии андеррайтера (3-7% от объема выпуска).
ИТОГО: \$700000 – 1000000	ИТОГО: \$ 750000 - 2400000

¹ Бараулина А. Новые офисные // Newsweek. – 2005, № 40

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

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

В своей публикации С.В. Лосев и Я.М. Миркин – авторы первого практического пособия для эмитентов, основанного на опыте вывода на фондовый рынок в 1999 – 2006 г. компаний с активами и доходами от 50 – 100 млн. долларов и выше, выделяют следующие основные цели и задачи IPO¹:

Основными *целями* IPO для эмитента являются:

- повышение капитализации;
- привлечение инвестиций;
- реструктурирование бизнеса;
- прочие цели:

а) маркетинг предприятия;

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

в) опционные программы для менеджмента;

г) финансовый инжиниринг.

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

¹ Лосев С.В., Миркин Я.М. Основные цели и задачи IPO //Корпоративные стратегии, 2006, №3

- ❖ возврат контролирующими акционерами вложенных в развитие бизнеса средств;
- ❖ подготовка сделок на рынке корпоративного контроля;
- ❖ создание базы для привлечения заемного капитала в большем объеме и с меньшими издержками;
- ❖ покрытие краткосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования оборотных средств с целью:
 - более полной загрузки имеющихся мощностей;
 - восстановления оборотных средств (для покрытия недостатка оборотных средств), доведения их до минимально необходимой величины;
 - ликвидации диспропорций в балансе основных и оборотных активов, возникших в результате рыночного изменения структуры источников оборотных средств (снижение доли банковского кредита, увеличение доли финансирования за счет выпуска акций, секьюритизация дебиторско-кредиторской задолженности).
- ❖ покрытие средне- и долгосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования капитальных вложений (проектное финансирование), включая проекты дочерних компаний:
 - Развитие традиционной деятельности и социальные проекты;
 - ввод или приобретение новых мощностей;
 - реконструкция, модернизация, ремонт мощностей. Обновление и реконструкция обеспечивающих подразделений (энергетическое хозяйство, транспорт, строительство, ремонт, сельское хозяйство, социальная сфера);
 - реализация социальных проектов, в т. ч. жилищное строительство, социальная инфраструктура, экологические проекты.
- ❖ Инновационные проекты, диверсификация деятельности:
 - создание новых предприятий, дочерних компаний или структурных подразделений по производству продукции, не являющейся основной;
 - создание инфраструктуры для дистрибуции выпускаемых товаров или услуг;

- приобретение земли и недвижимости;
- сторонняя деятельность (сдача имущества в аренду, производственное или коммерческое использование земельных участков и производственных площадей, прав на разработку недр, операции с недвижимостью, торговая сбытовая деятельность по основной и сторонней продукции);
 - создание финансовой инфраструктуры крупного бизнеса.
- ❖ изменение структуры собственности; инвестиционная деятельность как инструмент конкуренции (поглощение компаний-конкурентов, превращение их в зависимые или дочерние общества и т.п.);
- ❖ закрытие неперспективных компаний и их подразделений, исключение из эксплуатации неблагоприятных, с точки зрения экономической эффективности отработки запасов ресурсов (минеральных, топливных, лесных и т.д.);
- ❖ финансовое реструктурирование;
- ❖ привлечение внимания к имени предприятия;
- ❖ бесплатный маркетинг его продукции;
- ❖ позиционирование не только на продуктовом, но и на финансовом рынке (многократное упоминание имени предприятия в финансовой и обычной прессе в связи с изменениями конъюнктуры его акций);
- ❖ включение предприятия в биржевые индексы;
- ❖ публичная оценка предприятия финансовыми аналитиками.
- ❖ обеспечение публичности предприятия, политики максимально возможного раскрытия информации, создание истории листинга и биржевых котировок, кредитной истории по акциям;
- ❖ должная организация отношений с акционерами и владельцами акций;
- ❖ демонстрация высокого уровня корпоративного управления;
- ❖ проектирование финансовых продуктов, в т.ч. новых, и внедрение финансовых технологий для удовлетворения общих и специальных потребностей предприятия в денежных ресурсах. Совмещение нескольких видов финансовых инструментов и сделок, включая операции с акциями, в одну

финансовую схему для решения комплексной финансовой проблемы предприятия;

- ❖ управлением риском, доходностью и ликвидностью в системе финансового менеджмента эмитента;
- ❖ управление портфелем своих собственных ценных бумаг.

Успешному проведению IPO предшествует комплекс подготовительных мероприятий и процедур, связанных непосредственно с организацией и проведением самого IPO. Рассмотрим процедуру подготовки, организации и проведения IPO компании, желающей привлечь инвестиции через рынок ценных бумаг.

Продолжительность этапов подготовки и выхода на IPO зависит от многих факторов: состояния и текущей конъюнктуры рынка, уровня проработанности документов, внутренней готовности участников, сложности прохождения бюрократической процедуры и т.д.

Процесс в целом можно разделить на три этапа: подготовительный, этап размещения, работу с инвесторами после размещения.

Этап 1. Предварительная работа.

Примерно за два года до выхода на публичный рынок компания должна разработать бизнес-план и начать регулярно подготавливать финансовую отчетность.

Компания должна выбрать ведущий инвестиционный банк, юридическую фирму и аудитора. Инвестиционный банк будет выступать основным советником эмитента, и осуществлять функции андеррайтера. За шесть-восемь недель до официальной регистрации проспекта эмиссии проводится общее собрание, на котором составляется план-график IPO, и распределяются обязанности членов команды. Официально процесс IPO начинается именно с общего собрания.

Типичный план – график IPO представлен на рисунке 1.1:

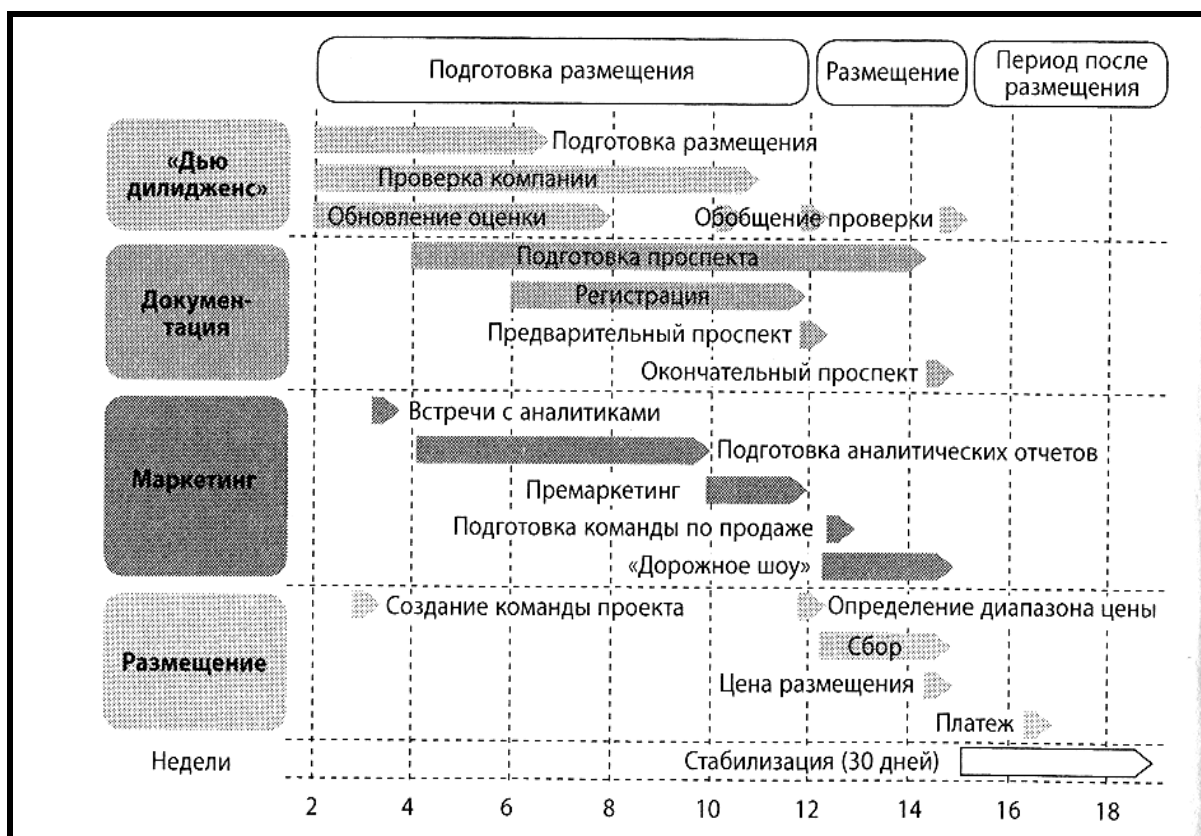


Рис.1.1 Типичный план – график IPO¹

Предварительный проспект эмиссии является основным маркетинговым инструментом и должен содержать всю необходимую инвесторам информацию о компании: финансовую отчетность за последние пять лет, описание целевого рынка, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и пр. Одновременно андеррайтеры приступают к изучению деятельности компании («дью–дилидженс»), тщательному анализу всех сведений, которые будут внесены или упомянуты в комфортных письмах аудиторов и юридических консультантов, направляемых андеррайтеру.

Due Diligence – процедура тщательного исследования деятельности компании и бизнеса с целью удостоверения в том, что раскрываемые сведения не содержат никаких неточностей, двусмысленного толкования, искажений или упущений.

Андеррайтер – инвестиционный банк, отвечающий за установление цены предложения IPO и выделение долей акций другим членам консорциума.

¹ Нетесова А. Основные этапы IPO// Финансовый директор , 2004, №12

Предварительная версия проспекта печатается и подается для проверки в регистрационную комиссию. Ведущий андеррайтер подбирает синдикат, который поможет распределить акции компании среди инвесторов. Предварительный проспект рассылается институциональным инвесторам.

Одновременно начинается «дорожное шоу» — посещение собраний инвесторов в различных городах и презентация компании крупным инвесторам (фондам, страховым компаниям, банкам, физическим лицам). Цель данного мероприятия — убедить потенциальных инвесторов купить акции компании. Его продолжительность составляет три-четыре недели. Это — самая важная часть подготовки выхода на рынок. По мере проведения «дорожного шоу» андеррайтеры начинают формировать книгу заявок, а по окончании — руководство компании встречается с инвестиционными банкирами для согласования окончательного объема выпуска и цены акций в зависимости от ожидаемого спроса. После этого печатается финальная версия проспекта. Далее, в случае ее одобрения, начинается распределение акций среди инвесторов.

В ходе реструктуризации и разработки кодекса корпоративного поведения происходит отладка и максимальная формализация всех управленческих процедур. На практике это выражается в подготовке месячных отчетов, на основе которых потом формируются квартальные отчеты. Месячные отчеты должны содержать минимум информации, который позволит провести анализ объема производства и ценовой политики, географии продаж, прибыльности каждого из продуктов, затраты и основные тренды.

Этап 2. Выход на биржу.

Примерно за год до предполагаемой даты IPO компания должна определиться с андеррайтером, биржевой площадкой, диапазоном возможной цены размещения, размером пакета акций выставяемого на торги, а также желаемой структурой инвесторов. При необходимости примерно за три-четыре месяца до IPO регистрируется дополнительная эмиссия акций.

Непосредственная подготовка к выходу на биржу занимает четыре-шесть месяцев в зависимости от рынка. Аналитики считают, что наиболее разумной стратегией является максимальная подготовка к IPO и выжидание благоприятной рыночной ситуации.

Размещение и начало торговли акциями компании. После согласования цены акций и не ранее чем через два дня после выпуска окончательной версии проспекта компании объявляется о вступлении IPO в силу (обычно после закрытия торгов). Определенное количество акций компании распределяется между членами инвестиционного синдиката, брокерами и их клиентами. Торговля акциями компании на бирже начинается на следующий день после объявления IPO¹. Ведущий андеррайтер отвечает за организацию гладкой торговли и обеспечение ценовой стабилизации акций компании.

Этап 3. Работа с инвесторами после размещения.

Сделка по андеррайтингу считается завершенной, когда компания передает свои акции андеррайтеру, а тот переводит полученные деньги на счет компании (обычно через 3 дня). Через 7 дней после дебюта компании IPO объявляется состоявшимся. Через 25 дней с момента начала торговли заканчивается период молчания и теперь андеррайтер и другие члены синдиката могут делать публичные прогнозы и определять стоимость компании, а также давать рекомендации инвесторам относительно покупки акций компании.

Специалисты консалтинговой компании Newton Advice Bureau описали процедуру выхода компании на международный фондовый рынок, выделив 3 основных этапа: подготовка размещения, реализация размещения и деятельность после размещения..

Программы основных мероприятий, соответствующие каждому из этапов, представлены в Приложении 1.

¹ Пензин К.В. На пути к российским IPO//Деньги и кредит, 2005, №6

1.2 Исторические этапы развития IPO в России и за рубежом

История существования публичного размещения акций насчитывает не одну сотню лет. Становление акционерных обществ и механизма привлечения инвестиционного капитала в бизнес при помощи выхода на фондовый рынок относится к началу XVII века. Именно в это время в Англии и Голландии появлялись первые акционерные компании, привлекавшие средства частных инвесторов, банков и первых инвестиционных трастов, предлагая взамен свои акции на бирже. С течением времени за счет бурного развития рынка частных инвестиций такая практика стала доминирующей в Англии, Голландии и США, потеснив банковский кредит как главную форму финансирования развития крупного бизнеса. В Европе же, в частности во Франции, Германии, Италии, Австрии, а также и в России, рынок первичного предложения корпоративных ценных бумаг развивался не столь активно, и вплоть до недавнего времени банковский кредит оставался (и до сих пор остается) главной формой привлечения необходимого финансирования. Это и объясняет те трудности, с которыми сталкивается отечественный фондовый рынок на современном этапе своего развития.

Современная же история IPO берет свое начало с 70-х годов XX века, когда, по мнению ряда специалистов, была осуществлена либерализация мирового финансового рынка. С тех пор рынок IPO испытывал взлеты и падения. Причем наиболее значительный рост этого рынка наблюдался в период с 1995 по 2000 год.

В 1999 г. за счет стремительного развития IT – компаний на мировой рынок вышло около 2000 компаний, привлечших примерно 200 млрд. долларов¹.

¹ Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М., СПб.: Вершина, 2007

В то же время рынок IPO испытывал и значительные спады, когда активность выхода эмитентов на фондовые рынки значительно снижалась, а в ряде случаев и прекращалась вовсе.

В 2003 г. посредством IPO было привлечено лишь около 50 млрд. долларов¹, а например, на фондовом рынке Германии после бума 2000 года не было проведено ни одного IPO.

Однако следует отметить, что 2004 год стал переломным для IPO: на рынок вышло более 1200 эмитентов, которые привлекли в общей сложности 133 млрд долл. Конечно, публичный рынок в различных странах развивается по-разному. Активность рынка IPO в первую очередь определяется моделью привлечения инвестиций и традициями финансовых систем. Как мы уже говорили, англосаксонские страны (в частности США, Великобритания, Канада и пр.) ориентированы на фондовый рынок, как на основной источник привлечения инвестиций, поэтому там и осуществляется большая часть IPO. На эти рынки устремляются и эмитенты других стран, которые не имеют возможности привлечь необходимый капитал на национальном рынке. Кроме того, такая развитость фондового рынка позволяет выходить на него малым и средним компаниям. Надо сказать, что в целом в этих странах посредством эмиссии акций финансируется до 15-20 % всех инвестиций в основной капитал. Совсем другая ситуация сложилась в странах континентальной Европы, которые ориентируются на банковское кредитование. Здесь посредством эмиссии акций финансируется до 5-10 % инвестиций в основной капитал.

Если рассматривать российскую практику публичного размещения акций, то российские эмитенты стали осуществлять их с 1996 года, причем начали с международных рынков капитала.

Первое размещение осуществил крупнейший российский оператор сотовой связи «Вымпелком», разместив 30 % своих акций на Нью-Йоркской

¹ Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М., СПб.: Вершина, 2007

фондовой бирже (NYSE). Сумма привлеченных средств составила 115 млн долл. Надо сказать, что уже четыре года спустя на этой же бирже главный конкурент «Вымпелкома» — компания «Мобильные ТелеСистемы», предложив 15,4 % акционерного капитала, смогла привлечь порядка 305 млн долл.¹

При этом на российской площадке первое размещение произошло только в 2002 г.

ОАО «РБК Информационные Системы» разместило 16 % уставного капитала на российских биржах ММВБ и РТС и привлекло порядка 13 млн долл.²

Необходимо отметить, что с 2002 по 2004 год очень мало российских компаний выразили желание использовать фондовый рынок для привлечения капитала. Всего за данный период на публичный рынок вышло 8 компаний, причем большинство из них провело размещение на зарубежных площадках, что было обусловлено рядом факторов, которые мы рассмотрим далее. Такая низкая активность вызвана как неразвитостью фондового рынка в России, так и неготовностью самих компаний к выходу на публичный рынок. К тому же в данный период происходил активный передел собственности, и возможности фондового рынка как источника привлечения денежных средств не соответствовали той скорости, с которой проходили слияния и поглощения в экономике России.

1.3 Мировой опыт проведения публичного размещения ценных бумаг

Мировой рынок IPO уже несколько лет подряд демонстрирует рост. Согласно международному исследованию «Эрнст энд Янг», не менее 29 стран привлекли более 1 млрд. долл. США в ходе проведения IPO в 2005 году, в том числе, Россия и Казахстан. В 2005 году объем капитала, привлеченного в ходе

¹ <http://www.ipocongress.ru>

² Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М., СПб.: Вершина, 2007

публичных размещений, увеличился более чем на 30% и составил 167 млрд. долл. США – рекордный показатель за последние 5 лет. В то же время общее количество размещений в 2005 году практически не изменилось и составило 1537 сделок (в 2004 году их было 1517). По данным Bloomberg, за девять месяцев 2006 года объем первичных размещений составил 357,4 млрд. долл. по сравнению с 305,5 млрд. долл. за аналогичный период предыдущего года.

Тенденции развития мирового рынка IPO в период с 1995 – 2005 г. представлены на рисунке 1.2:

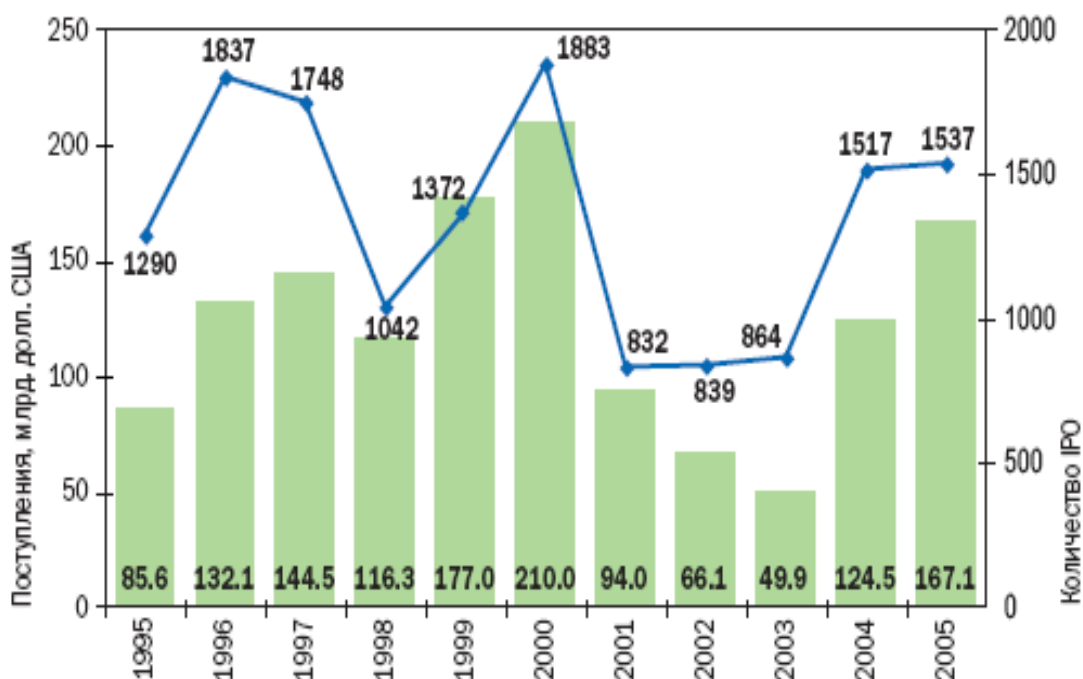


Рис. 1. 2 Мировой рынок IPO, 1995-2005 годы

Наряду с мировыми лидерами по объемам IPO в 2000 – 2005 г. наблюдается существенный подъем среднегодового уровня IPO на внутренних биржевых рынках в странах с развивающейся экономикой.

Диаграмма среднегодового объема IPO на внутренних биржевых рынках развивающихся стран представлена на рис. 1.3:

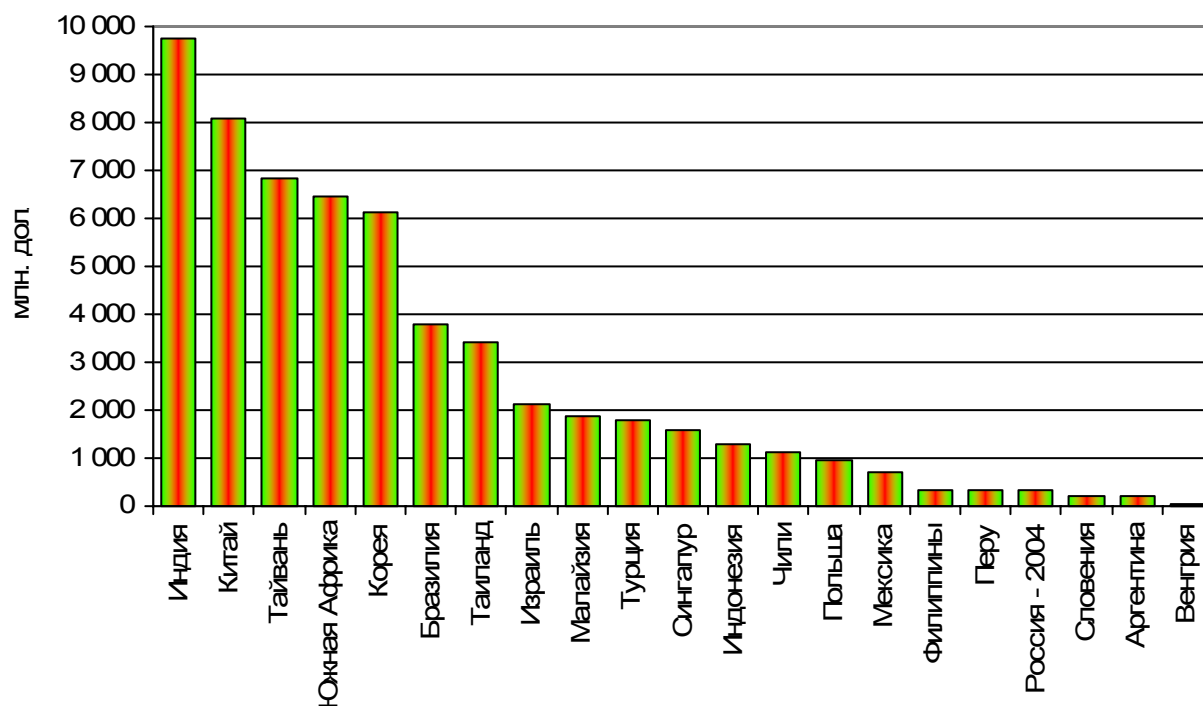


Рис. 1.3 Среднегодовой объем IPO на внутренних биржевых рынках развивающихся стран за 2000 – 2005 г¹.

Имеющийся потенциал, а также стремление иностранных и местных инвесторов найти возможности для дальнейшего развития способствовали увеличению количества внутренних и внешних сделок с участием компаний из этих стран. Многие международные IPO были осуществлены на фондовых биржах, проводящих маркетинговые акции за рубежом в целях привлечения иностранных компаний.

Одной из ключевых задач, стоящих перед компанией при проведении IPO является выбор фондовой биржи. На биржах существуют различные требования, технические параметры, нормативные стандарты и системы отчетности. При выборе биржи необходимо учитывать, насколько она отвечает задачам, связанным с публичным размещением акций, и может ли размещение именно на этой бирже повысить привлекательность акций компаний.

Десятка крупнейших фондовых бирж по капитализации рынка представлена в таблице 1.4:

¹ Данилова Ю.А. Перспективы развития IPO в России // Второй IPO Конгресс, 2006

Таблица 1.4

Десятка крупнейших фондовых бирж по капитализации рынка¹

№	Биржа	Рыночная капитализация компаний, имеющих на бирже листинг* (\$ трлн.)
1	Нью-йоркская фондовая биржа	15,4
2	Токийская фондовая биржа	4,6
3	NASDAQ	3,9
4	Лондонская фондовая биржа	3,8
5	Euronext	3,7
6	Гонконгская фондовая биржа	1,71
7	Фондовая биржа Торонто	1,70
8	Франкфуртская фондовая биржа	1,64
9	Мадридская фондовая биржа	1,32
10	Швейцарская биржа SWX	1,21

Из таб. 1.4 видно, что на данный момент крупнейшим центром финансовых ресурсов остается Нью-Йоркская Фондовая Биржа, за ней с большим отрывом следует Токийская Фондовая Биржа. Однако аналитики предрекают, что в ближайшие годы возможна смена лидера вследствие активного развития Лондонской Фондовой Биржи, которая уже является мировым лидером по объему средств, собранных в ходе IPO в 2006 году, а также вследствие бурного роста бирж развивающихся стран.

В 2002 - 2005 годах наблюдалась тенденция сокращения числа иностранных компаний на зарубежных биржах, связанная с тем, что эмитенты предпочитают проходить листинг в той стране, которая предлагает им лучшую цену.

Наглядно количество иностранных компаний на зарубежных биржах представлено в таблице 1.5:

¹ Всемирная федерация фондовых бирж//издание Focus, 2007, №167

Таблица 1.5

Количество иностранных компаний на зарубежных биржах¹

№	Торговая площадка	2002	2003	2004	2005	2006	Фев.2007
1	New York Stock Exchange (NYSE)	472	466	459	452	451	451
2	Tokyo Stock Exchange (TSE)	34	32	30	28	25	25
3	Nasdaq	381	343	340	332	321	319
4	London Stock Exchange (LSE)	419	381	351	334	343	343
5	Euronext	371	346	334	293	256	249
6	Deutsche Borse	219	182	159	116	104	103
	Итого	1896	1750	1673	1555	1500	1490

Согласно результатам исследования крупнейшего мирового аналитического агентства Thomson Financial, лидерами по объемам IPO, проведенных в первом полугодии 2007 года стали компании США, разместившие акции более, чем на \$21,57 млрд. Второе место занимают китайские компании с результатом \$17,83 млрд. Российские компании, которые с начала года привлекли \$15,83 млрд, заняли третье место. Американские компании стали лидерами и по количеству проведенных IPO. За неполные шесть месяцев 2007 года первичное размещение провели более 90 компаний из США, свыше 60 компаний из Китая и около полусотни австралийских компаний. Компании из России провели в первом полугодии около 10 первичных размещений. При этом IPO ВТБ на \$7,9 млрд стало крупнейшим в мире в первом полугодии 2007 года, обеспечив почти половину совокупного результата российских компаний. Впрочем, по мнению главного аналитика

¹ <http://www.ipocongress.ru>

компания "Ренессанс Капитал" Ованеса Оганисяна, достижению российскими компаниями лидирующих позиций способствовали и размещения акций Магнитогорского меткомбината (около \$1 млрд), "Фармстандарта" (более \$950 млн) и группы ПИК (\$1,85 млрд). По словам управляющего директора инвесткомпания "Тройка Диалог" Дмитрия Кушаева, российские компании "улучшают свои позиции, в частности, из-за того, что увеличиваются объемы размещений", т. е. растет число компаний, которые привлекают от \$1 млрд.

По данным Thomson Financial, по объемам IPO в мире лидирует Европа - в первом полугодии 2007 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года объем размещений увеличился на 37,8%, до \$51 млрд. Среди бирж лидерство продолжает удерживать London Stock Exchange (LSE). За исследуемый период на основном рынке LSE было произведено около 30 размещений на сумму более \$26 млрд. Однако во многом это достижение определено размещениями зарубежных компаний. Так, только доля российских эмитентов составила пятую часть от достижения LSE. Всего же британские компании провели IPO всего лишь на \$9,4 млрд, причем часть этих средств досталась площадке AIM. Тем не менее, по мнению аналитиков, в ближайшее время Лондон сохранит свои лидирующие позиции, даже, несмотря на то, что финансовые власти США пытаются повысить привлекательность американского рынка для иностранных эмитентов. "На LSE очень большая ликвидность и оптимальные требования к раскрытию информации по сравнению с американскими биржами", - отмечает заместитель гендиректора инвестбанка "КИТ Финанс" Сергей Гречишкин¹.

Неожиданное третье место в рейтинге получила российская РТС (\$10,86 млрд), пропустив вперед себя биржу Гонконга (\$12,89 млрд.). При этом американские биржи NYSE (\$10,06 млрд) и NASDAQ (\$9,97 млрд) остались позади.

¹ <http://www.kommersant.ru>

Таким образом, NYSE все-таки займет призовую позицию по итогам полугодия, тем более что в оставшиеся дни никаких масштабных размещений в России не намечается. Тем не менее, NASDAQ остается в роли догоняющей российские биржи.

Распределение IPO по странам представлено на рисунке 1.4:

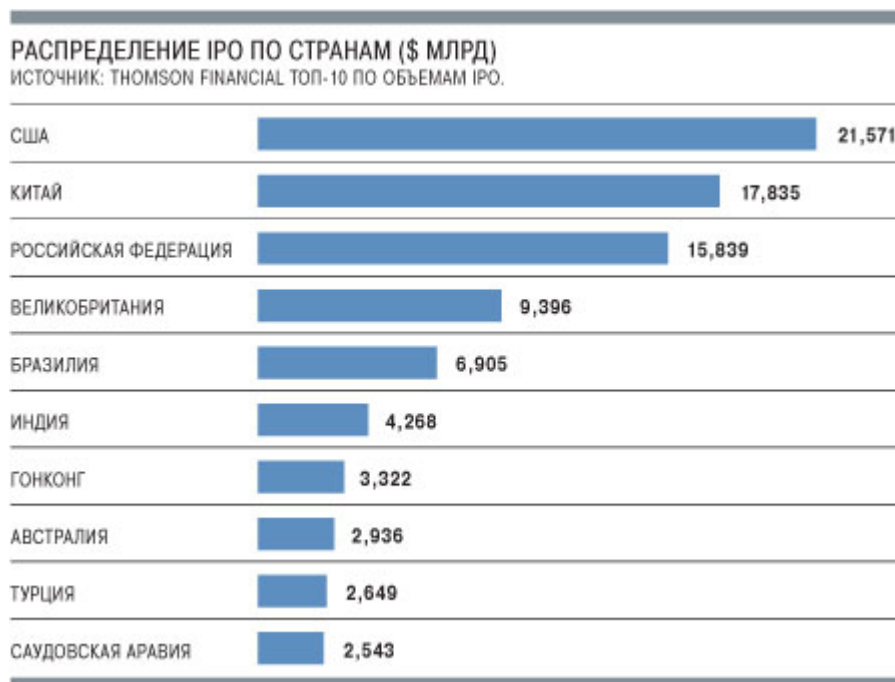


Рис. 1.4 Топ-10 по объемам IPO¹

По мнению аналитиков, российские компании вполне могут удержать свои позиции и во втором полугодии, и по итогам всего 2007 года, даже, несмотря на ряд сдерживающих факторов. По мнению Ованеса Оганисяна, это, прежде всего внешние факторы, такие как перегретость фондового рынка в Китае или ожидание роста учетной ставки в США. По мнению топ-менеджера "дочки" одного из крупнейших западных инвестбанков, "увеличение политических рисков может в ближайшее время стать причиной некоторого временного спада при проведении IPO российскими компаниями". Тем не менее, по оценке Дмитрия Кушаева, до конца года российские компании могут провести IPO еще на \$25 млрд. Специалисты зарубежных банков оценивают

¹ <http://www.kommersant.ru>

потенциал российских компаний в \$20-30 млрд. По данным инвесткомпаний, во втором полугодии будут размещаться ряд банков, энергетические, девелоперские и промышленные компании, причем объемы привлечения во многих случаях будут превышать \$1 млрд.

1.4 Правовое регулирование IPO в РФ

Регулятивная среда имеет определяющее значение для развития рынка IPO. На развитых рынках создана целостная система регулирования публичных размещений. Весьма строгие требования к компаниям, размещающим свои акции на открытом рынке с целью привлечения капитала, сочетаются с процедурами, обеспечивающими эффективные размещения и минимальные риски.

Современное законодательство РФ в области регулирования IPO предусматривает следующие законодательные и нормативные акты, измененные или принятые вновь, используемых при подготовке документов, предоставляемых в ФСФР для государственной регистрации выпусков ценных бумаг, составлении отчетов об итогах выпусков, проспектов ценных бумаг, а также для получения разрешения на размещение и обращение ЦБ отечественных эмитентов за пределами Российской Федерации:

- Федеральный закон от 26.12.95 № 208 – ФЗ «Об акционерных обществах»

Федеральный закон определяет порядок создания, реорганизации, ликвидации, правовое положение акционерных обществ, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров.

- Федеральный закон от 22.04.96 № 39 – ФЗ «О рынке ценных бумаг»

Федеральный закон регулируют отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

- Федеральный закон от 05.03.99 № 46 – ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
- Приказ ФСФР России от 15.12.04 № 04-1245/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (ред. от 22.06.05 № 05-22/пз-н, от 12.01.06 № 06- 4/пз-н)
- Приказ ФСФР России от 12.01.06 № 06-5/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации» (ред. от 18.04.06 № 06-42/пз-н)
- Приказ ФСФР России от 16.03.05 № 05-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (ред. от 01.11.05 № 05-58/пз-н, от 12.01.06 № 06-7/пз-н).

В то же время следует отметить, что в последние годы наблюдается перемещение российского финансового рынка за пределы страны. Активно "уходил" и рынок акций. Скажем, в 2005 г. 94%¹ стоимостного объема IPO было размещено на Лондонской бирже. Это связано с тем, что российское законодательство не стимулировало проведение IPO - первичное размещение акций на отечественных торговых площадках. Сроки проведения были достаточно длительными. В условиях высокой волатильности российского рынка, естественно, это также не стимулировало проведение IPO в России: не было возможности эффективно определить цену первичного размещения. Все это происходило из-за недостатков действующего у нас законодательства.

В конце прошлого года Госдума устранила многие его недостатки. В соответствии с документом "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг", Федеральный закон "Об акционерных обществах" и Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 27 декабря 2005 г. N 194-ФЗ существенно расширены возможности российских компаний по размещению акций. В частности, сняты барьеры, связанные:

¹ Напольнов А.В. Выбор биржи для IPO//Инвестиционный банкинг, 2006, № 1

- со сложностью определения и фиксации цены размещения, в том числе лицом, имеющим преимущественное право приобретения акций;
- с наличием преимущественного права некоторых акционеров приобрести акции;
- с необходимостью провести выбор будущих акционеров и определить круг лиц, которые будут размещать акции;
- с потребностью реализовывать акции старого выпуска одновременно с акциями нового;
- с длительным сроком процедуры первичного размещения и регистрации отчета об итогах эмиссии.

В прежней редакции Закона "О рынке ценных бумаг" предусматривалось, что обращение ценных бумаг до регистрации отчета об итогах выпуска запрещается. Это означало, что приобретатели ценных бумаг до регистрации отчета об итогах выпуска не могли их продать. Ситуация изменилась с внесением изменений в ст. 25 Закона. В соответствии с ними регистрация отчетов об итогах выпуска была заменена уведомлением, которое допускается при наличии двух условий:

- в размещении ценных бумаг участвует брокер;
- фондовая биржа осуществляет листинг соответствующих ценных бумаг.

Еще одним значительным изменением российского законодательства стало введение котировального списка «В» специально для целей проведения IPO. Ранее для этих целей в основном использовался список «Б», однако он налагал ряд ограничений на акционеров. Акции эмитента могут быть включены в котировальный список «В» (до регистрации отчета или предоставления уведомления об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг) при соблюдении следующих условий:

- акции эмитента впервые размещаются путем открытой подписки, при которой услуги по размещению оказываются брокером, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу или с

привлечением брокера для совершения в связи с таким предложением сделок, направленных на отчуждение акций;

- эмитент существует не менее 3-х лет;
- у эмитента отсутствуют убытки по итогам 2-ух лет из последних трех;
- эмитент соблюдает требования по корпоративному управлению, которые предусмотрены для котировального списка «Б», а также принял обязательства по предоставлению фондовой бирже информации о соблюдении этих требований;
- эмитент принял обязательства по предоставлению фондовой бирже списка аффилированных лиц эмитента и его регулярному обновлению;
- эмитент принял обязательство по предоставлению фондовой бирже копии уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих акций не позднее, чем на следующий день с момента предоставления такого уведомления в ФСФР.

Другим важным изменением является принятие нового Положения о выдаче разрешений. В результате изменения в ст.16 Закона о рынке ценных бумаг Разрешение ФСФР теперь также обязательно и для неспонсируемых программ депозитарных расписок, под которыми понимаются программы, организованные акционером (ами) эмитента или депозитарием, а не самим эмитентом. Согласно новому положению выбор варианта зарубежного размещения остается за эмитентом, однако доля акций для предложения за рубежом уменьшена с 40% до 35% от общего объема акций данной категории. Более того, теперь российские эмитенты могут разместить за рубежом не более 70% любого дополнительного выпуска акций, а 30% обязаны предложить местному рынку.

Следует признать, что все эти изменения в целом направлены на устранение нормативных барьеров, препятствующих созданию эффективного механизма первичного публичного предложения.

Рассмотрев теоретические аспекты источника привлечения капитала можно сделать следующие выводы:

IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное предложение акций и иных ценных бумаг компанией на фондовой бирже, где они становятся доступными широкому кругу инвесторов и превращаются в инструмент биржевой игры.

Это один из самых привлекательных способов привлечения в компанию крупных финансовых средств, но в то же время и самый затратный. Выход компании на фондовый рынок требует взвешенного решения со стороны своих акционеров. Использование публичности в развитии компании требует от неё определенных шагов и действий, которые не всегда могут соотноситься с желаниями и планами акционеров.

Данный процесс имеет длительный характер и требует максимум усилий со стороны компании для эффективного размещения своих акций на бирже. Причем это касается всех сторон этого процесса, начиная от формирования команды, подготовки проспекта эмиссии и заканчивая непосредственно определением цены размещения.

Другими словами, прежде чем принять решение стать публичной, компания и её акционеры должны всесторонне проанализировать его последствия, учесть все положительные и отрицательные стороны такого шага. В то же время грамотная стратегия использования публичного рынка даст компании неоспоримые преимущества в развитии, позволит реализовать крупные инвестиционные проекты.

Таким образом, рассмотрев основные достоинства и недостатки IPO, и опираясь на отечественную практику, можно предположить, что достоинства этого источника привлечения капитала преобладают над его недостатками.

Законодательные новшества и инициативы со стороны ФСФР России свидетельствуют о том, что достаточно последовательно реализуется политика стимулирования российского фондового рынка, а ФСФР весьма решительно настроена на то, чтобы воспрепятствовать уходу российских акций на зарубежные фондовые рынки.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОПЫТА ПРОВЕДЕНИЯ IPO

2.1 Анализ опыта размещения российских компаний

Следует отметить, что опыт выхода российских компаний на публичный рынок еще довольно мал для того, чтобы можно было проводить какие – либо параллели с мировым рынком IPO или полноценно выявлять те или иные закономерности развития отечественного рынка IPO.

Неразвитость отечественного рынка, а главное – отсутствие необходимого объема финансовых ресурсов, не позволяющих обеспечить крупные размещения, приводит к тому, что большинство отечественных эмитентов предпочитают размещаться за рубежом.

Для российских компаний в первую очередь представляют интерес такие биржи, как London Stock Exchange (LSE), New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, и естественно, отечественные площадки РТС и ММВБ.

По итогам 2006 г. было проведено всего 23 размещения на сумму 17,7 млрд долл. (для сравнения: в 2005 г. — 13, в 2004 г. — 5). Основная площадка российских IPO — Лондонская фондовая биржа (доля в 2005 г. — 94%, в 2006 г. — 61%). Отраслевым лидером при размещении IPO остается топливно-энергетический комплекс (66% стоимостного объема)¹.

Доля на мировом рынке российских IPO незначительна: в 2002—2004 гг.— единичные сделки (РБК, Сеть аптек 36,6), в 2005 г. — 4,5 млрд долл. (3,4% от мирового объема сделок IPO), в 2006 г. — 17,7 млрд долл. (7,5% от мирового объема сделок IPO). Основные эмитенты 2006 г.: Роснефть, Северсталь, Комстар-ОТС, ОГК-5, Система — Галс, Трубная металлургическая компания, Черкизово и др.

Доля размещения российских IPO на отечественных и зарубежных площадках в 2006 г. представлена на рис. 2.1:

¹ Власенкова Ю. Возможности и особенности выхода на биржу для малого и среднего бизнеса: опыт компаний северо-западного региона России//IPO, 2007, № 6(52)

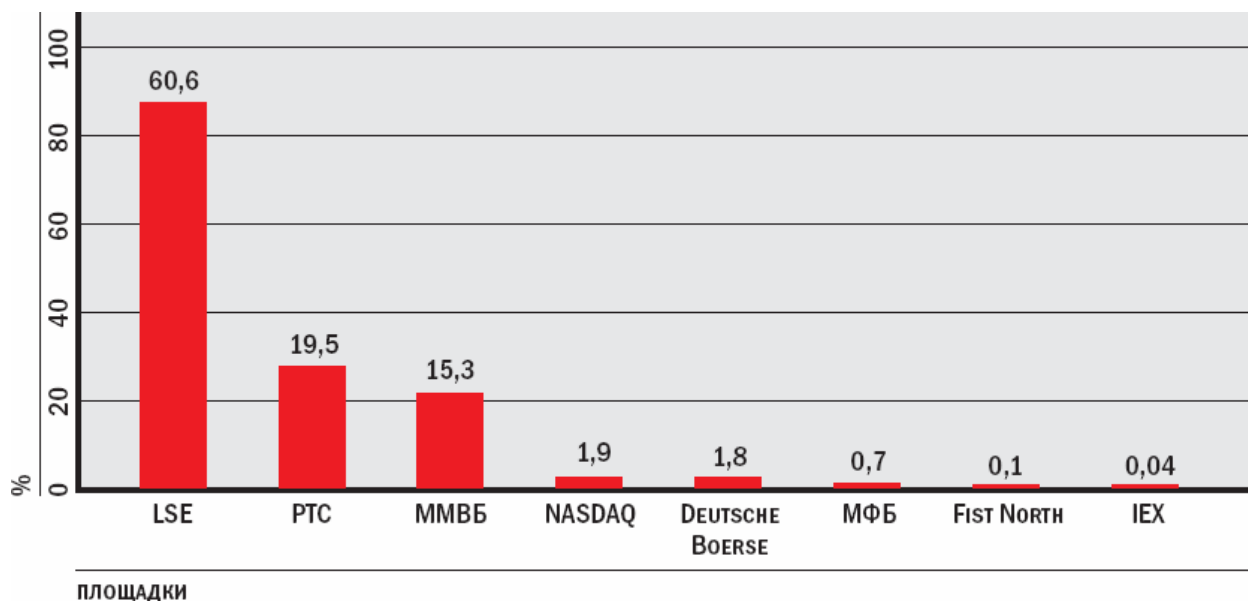


Рис. 2.1 Площадки размещения российских IPO в 2006 г.

Приведем краткую характеристику основных бирж, на которых осуществляют размещение российские компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) — крупнейшая мировая торговая площадка. На бирже размещены акции примерно 445 иностранных компаний из 47 стран. Общий объем капитализации составляет 21 трлн. долл. Основные IPO российских компаний, осуществивших свое размещение на нью-йоркской площадке, — «Вымпелком», «Мечел», «МТС», «Вимм-Билль-Данн» и др. Общая капитализация российских компаний составляет более 26 млрд долл.

Нью-Йоркская биржа предлагает два стандарта для листинга — международный и национальный. Оба показателя предъявляют определенные требования к акционерному капиталу, а также к финансовым показателям, которым компания-эмитент должна соответствовать. Стоимость получения доступа ценных бумаг к листингу на NYSE определяют следующие составляющие:

- ♦ стоимость получения допуска для первичного размещения — от 150 тыс. долл. до 250 тыс. долл.;

- ♦ стоимость допуска — рассчитывается исходя из стоимости акции, уже находящихся в обращении;

- ♦ поддержание листинга — от 38 тыс. долл., при этом эмитенты обязаны

выплатить по 930 долл. за каждый миллион акций, находящихся в обращении на территории США.

К основным преимуществам NYSE можно отнести:

- ◆ доступ к крупнейшему финансовому центру;
- ◆ высокую ликвидность ценной бумаги компании-эмитента;
- ◆ престижность.

Лондонская фондовая биржа (LSE) — ведущая торговая площадка. На бирже размещены акции более 3000 компаний. Общая капитализация превышает 3,7 трлн. фунтов стерлингов. Биржа представляет собой две площадки: основная площадка (Main Market) и Альтернативный инвестиционный рынок (AIM).

Main Market — это площадка для крупных компаний, которая включает более 1300 национальных и свыше 330 зарубежных компаний. На основной площадке требования достаточно высокие, однако не настолько жесткие, как на NYSE, в связи, с чем все больше компаний предпочитают размещаться именно на LSE.

AIM — это площадка, обладающая высокими финансовыми ресурсами, которая используется в основном развивающимися компаниями. Требования к листингу достаточно либеральные, что делает ее наиболее привлекательной со стороны зарубежных компаний, в том числе российских. Это позволяет расценивать AIM как наиболее привлекательную и эффективную с точки зрения выбора зарубежных аналогов биржу. Поэтому большинство отечественных компаний размещаются именно на ней.

Основными российскими IPO на LSE являются: АФК «Система», НЛМК, «Комста-ОТС», «Новатэк», «Пятерочка», «Роснефть» и др. Общий объем привлечения составил свыше 13,0 млрд долл.

Критерии необходимые для листинга на Лондонской фондовой бирже.

А) Main market — основной рынок:

- ◆ минимум 25 % акций в открытом обращении;
- ◆ одобрение документов в листинговом агентстве Великобритании (Ukla);

◆ для некоторых операций нужны поручители.

Б) AIM — альтернативный рынок:

◆ наличие уполномоченного консультанта из утвержденного списка AIM для координации процедуры допуска и контроля норм и включения необходимой информации в документы.

К преимуществам лондонской фондовой биржи можно отнести:

- ◆ либеральные требования к листингу компании;
- ◆ наличие достаточного финансового резерва, способного поглотить любое размещение;
- ◆ наличие европейского инвестиционного сообщества, которое более знакомо с российским рынком, его игроками;
- ◆ ликвидность акций;
- ◆ отсутствие требования к компании-эмитенту по объему размещения и предоставления финансовой отчетности за предыдущие годы (для AIM).

NASDAQ — крупнейшая электронная биржа. На ней зарегистрировано более 3200 компаний. Как правило, компании, осуществляющие размещение на данной бирже, представляют лидирующие позиции в своих отраслях. Российская компания, разместившая свои акции на NASDAQ, — Golden Telecom. Объем привлечения составил 144,2 млн долл.

Основные требования к листингу на NASDAQ:

- ◆ акционерный капитал — от 15 млн долл. (стандарт 1, правила торгов 4420 а);
- ◆ рыночная капитализация — 75 млн долл. (стандарт 3, правила торгов 4420 с)
- ◆ минимальная стоимость акций — 5 долл.;
- ◆ наличие корпоративной политики;
- ◆ количество акционеров — 400.

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) — ведущая российская биржа. Ежедневно на бирже проходят торги по 650 ценным бумагам примерно 400 эмитентов. Общая капитализация акций, торгуемых на бирже, составляет порядка 250 млрд долл. На ММВБ провели IPO такие российские

компании, как «Северсталь-Авто», «Лебедянский», «Аптечная сеть 36,6», РБК и др. Объем привлечения составил более 300 млн долларов¹.

Российская торговая система (РТС) — крупнейший организатор торговли на рынке ценных бумаг. В соответствии с действующим законодательством торговать акциями на фондовой бирже могут только российские компании на основании лицензии. Иностранцы могут торговать в качестве клиента российских брокерских компаний либо получить лицензию. На РТС порядка пяти отечественных компаний провели IPO, объем привлечения составил свыше 200 млн долларов.²

Проведем анализ опыта размещения российских компаний за период 1996 – 2005 г. Для анализа были приведены данные 18 российских компаний, разместившие свои акции, как на российских торговых биржах, так и на зарубежных.

Изменения стоимости акций компании по истечении одного месяца торгов 18 российских компаний на зарубежных и национальных торговых площадках представлены в таблице 2.1:

Таблица 2.1

Изменение стоимости акций компании по истечении одного месяца торгов³

Компания	Цена акции в первый день размещения, \$	Цена акции через месяц после размещения, \$	Изменение в %, +/-	Год размещения	Биржа
Вымпелком	29,1	27	-7,3	1996	NYSE
ГолденТелеком	10,62	9,12	-14,2	1999	NASDAQ
МТС	22,3	21,24	-4,8	2000	NYSE
Вимм-Билль-Данн	22,6	23,3	3	2002	NYSE
РосБизнесКонсалтинг	0,92	0,77	-16,4	2002	ММБВ/РТС
Аптечная сеть 36,6	9	-	-	2003	ММБВ

¹ <http://www.micex.ru>

² <http://www.rts.ru>

³ <http://www.pbncо.com>

Корпорация "Иркут"	0,66	0,62	-6,1	2004	ММВБ/РТ С
Калина	19	19,8	4,2	2004	ММВБ
Мечел	20,5	20,2	-1,5	2004	NYSE
Седьмой континент	9,59	9,96	3,8	2004	PTC
АФК "Система"	17,94	16,65	-7,2	2005	LSE
Лебедянский	39	38,3	-7,8	2005	ММВБ/РТ С
Хлеб Алтай	0,91	0,91	-	2005	ММВБ
Северсталь-Авто	15,8	15,3	-3,2	2005	ММВБ/РТ С
Пятерочка	12,5	13,5	5,2	2005	LSE
ЕвразГруп	14	14,4	2,8	2005	LSE
Новатэк	19	22,6	18,9	2005	LSE
Новолипецкий металлургический комбинат	14,5	-	-	2005	LSE

Исходя из приведенных данных в таблице 2.1, где показана цена акций в день размещения и ее стоимость через месяц торгов, можно выявить следующие интересные моменты. Из рассматриваемых 18 размещений в пяти случаях рынок более высоко оценил стоимость размещаемых акций компаний, т. е. фактически можно говорить о недооценке компаниями своих акций, потенциала и перспектив. Это вызвано тем, что через месяц после IPO проходит ажиотаж по отношению к новым бумагам эмитента, и их стоимость начинает определять сам рынок. Поэтому мы можем сравнить ту оценку, которая была дана самой компанией, с рыночной ценой, определенной колебанием спроса на данную ценную бумагу. Причем, по крайней мере, в 2-3 случаях можно говорить о явном просчете в определении действительной рыночной стоимости размещения, так как расхождения между оценками составляет 6-10 %, что достаточно много (расхождения в оценке зарубежных размещений находится в пределах 2-3 %). Это может быть вызвано рядом факторов: кроме ошибки в определении цены, такая недооцененность может быть связана с недостаточно точно проведенным анализом реакции инвесторов на предстоящее размещение, перестраховкой компаний, недооценкой степени благоприятства внешней среды к акциям компании, спекулятивность и т. д.

В этой связи хотелось бы также рассмотреть и изменение уровня капитализации компаний до и после IPO.

Изменение капитализации 18 российских компаний до и после IPO представлены в таблице 2.2:

Таблица 2.2

Изменение капитализации компании до и после IPO¹

Компания	Капитализация до IPO, млн. \$	Капитализация после IPO, млн. \$	Изменение в %, +/-	Год размещения	Биржа
Вымпелком	450	630	40	1996	NYSE
ГолденТелеком	550	411	-25,3	1999	NASDAQ
МТС	2000	2100	5	2000	NYSE
Вимм-Билль-Данн	814	828,4	1,7	2002	NYSE
РосБизнесКонсалтинг	75	83	10,6	2002	ММВБ/РТС
Аптечная сеть 36,6	88	72	-18,2	2003	ММВБ
Корпорация "Иркут"	500	522	4,4	2004	ММВБ/РТС
Калина	150	160	6,6	2004	ММВБ
Мечел	2700	2900	7,4	2004	NYSE
Седьмой континент	600	621	3,5	2004	РТС
АФК "Система"	9400	8200	-12,7	2005	LSE
Лебедянский	760	760	-	2005	ММВБ/РТС
Хлеб Алтая	80	80	-	2005	ММВБ
Северсталь-Авто	470	450	-4,3	2005	ММВБ/РТС
Пятерочка	1900	1991	4,7	2005	LSE
ЕвразГруп	4700	5100	8,5	2005	LSE
Новатэк	4700	5496	16,9	2005	LSE
Новолипецкий металлургический комбинат	-	8689	-	2005	LSE

Проанализировав данные таблицы 2.2, можно с уверенностью сказать, что изменение капитализации 18 российских компаний до и после IPO,

¹ <http://www.pbncо.com>

большинству компаний выход на публичный рынок принес увеличение стоимости компаний, что можно характеризовать как положительную черту процесса IPO. При этом компании, стоимость которых не возросла, на самом деле к моменту выхода на публичный рынок уже обрели свою действительную капитализацию, и рынок IPO просто подтвердил справедливость такой оценки.

В заключение анализа приведем статистику размещения акций российских компаний на фондовых биржах с 1996 по 2005 г.

Размещения акций российских компаний–эмитентов на фондовых биржах представлены в таблице 2.3:

Таблица 2.3

Размещения акций российских компаний–эмитентов на фондовых биржах с 1996 по 2005 г¹.

Компания	Объем размещения, % от УК	Объем привлечения, млн. \$	Капитализация, млн. \$	Год размещения	Биржа
Вымпелком	17,6	110,8	630	1996	NYSE
ГолденТелеком	35	144,2	411	1999	NASDAQ
МТС	15,4	353	2100	2000	NYSE
Вимм-Билль-Данн	27,7	207	828,4	2002	NYSE
РосБизнесКонсалтинг	16	13,28	83	2002	ММББ/ПТС
Аптечная сеть 36,6	20	14,4	72	2003	ММББ
Корпорация "Иркут"	23,3	127	522	2004	ММББ/ПТС
Калина	33	26	160	2004	ММББ
Мечел	11,5	335	2900	2004	NYSE
Седьмой континент	13	80,7	621	2004	ПТС
АФК "Система"	19	1560	8200	2005	LSE
Лебедянский	19,9	37,23	760	2005	ММББ/ПТС
Хлеб Алтая	10	8	80	2005	ММББ
Северсталь-Авто	30	135	450	2005	ММББ/ПТС
Пятерочка	32	639	1991	2005	LSE
ЕвразГруп	8,3	422	5100	2005	LSE
Новатэк	19	966	5496	2005	LSE

¹ <http://www.pbnco.com>

Новолипецкий металлургический комбинат	7	609	8689	2005	LSE
Итого	357,7	5787,61	39093,4		

Из таблицы 2.3 видно, что размещение акций на бирже позволило российским компаниям привлечь более 5787 млрд долл., а капитализация составила более 39093 млрд долл. При этом самый большой пакет, который был предложен рынку, составил — 27,7 %, а наименьший — 7 %.

Хотелось бы также отметить и такую особенность: с каждым годом увеличивается не только количество компаний, использующих фондовый рынок для привлечения капитала, но и увеличиваются объемы привлечения. То есть на публичный рынок выходят не просто крупные игроки, размещаемая доля которых дает такой эффект, но и сами игроки более грамотно подходят к оценке возможностей рынка, предварительно формируют добавочную стоимость перед выходом на рынок IPO, что позволяет им привлечь значительные финансовые средства.

2.2 Особенности проведения IPO в РФ

В настоящее время российские компании пока предпочитают зарубежные площадки для проведения IPO, что объясняется такими факторами, как:

- низкая ликвидность российского рынка,
- несовершенство законодательства,
- слабость институциональных инвесторов.

Однако появились и становятся все более значимыми факторы, которые могут развернуть корабли российских эмитентов в сторону первичного размещения в России.

К ним относятся:

- низкие финансовые затраты (в два, а то и в три раза ниже, чем за рубежом),

- низкие временные издержки (3-4 месяца против 7-8 в Лондоне и 1 года в США),
- отсутствие языкового барьера, высокая узнаваемость компаний для отечественного инвестора, лояльность требований,
- наличие, как внутреннего спроса, так и со стороны иностранных инвесторов, которые также имеют возможность приобретать бумаги в России.

Для привлечения инвестиций в компании малого и среднего бизнеса, ММВБ и РТС объявили о новых проектах биржевых площадок. Так, РТС создала площадку RTS START, а ММВБ — площадку ИРК (Инновационные и растущие компании), которые аналогичны AIM Лондонской фондовой биржи с пониженными требованиями по капитализации и по уровню раскрытия информации.

Остановимся подробнее на двух крупнейших национальных биржах России: РТС и ММВБ.

Российская торговая система (РТС) – крупнейший организатор торговли на рынке ценных бумаг.

В РТС представлены все классы инвесторов, доступны различные условия размещения, а также возможно котирование ценных бумаг и расчеты по сделкам в национальной и иностранной валюте. На РТС обращаются более 1600 акций компаний (с учетом RTS Board) и более 1200 эмитентов (с учетом RTS Board).

РТС предлагает большой спектр услуг при выходе компании на IPO:

- консультирование по вопросам проведения IPO;
- участие в подготовке схемы первичного размещения;
- участие в подготовке эмиссионных документов;
- реализация на бирже схемы первичного размещения;
- включение ценных бумаг в котировальный список биржи;
- допуск ценных бумаг к торгам на открытом рынке.

Кроме того, биржа предоставляет услуги по поддержанию листинга и развитию ликвидности по выведенным на фондовый рынок ценным бумагам компании.

Требования к листингу акций на РТС представлены в Приложении 2.

Выбор схемы проведения IPO делается на основании соответствия акций и их эмитента требованиям, предъявляемым для включения акций в соответствующий Котировальный список:

- проведение IPO в одном из котировальных списков «А» (первого или второго уровня), «Б», «В», «И»;
- проведение IPO в разделе списка ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга.

Общие условия допуска ценных бумаг к торгам:

- осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг эмитента или в ФСФР представлено уведомление об итогах выпуска ценных бумаг (за исключением размещения ценных бумаг на торгах в РТС или включения ценных бумаг в Котировальные списки «В» и «И»);
- эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства РФ о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в т.ч. о раскрытии информации на рынке ценных бумаг.

В случае осуществления дополнительной эмиссии дополнительная плата за включение таких ценных бумаг не осуществляется.

Оплата за экспертизу документов производится:

- при включении ценных бумаг в Котировальный список — по базовой ставке стоимости экспертизы;
- в случае осуществления дополнительной эмиссии оплата составляет 30% от базовой ставки стоимости экспертизы.

Допуск ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга составляет 6000 руб. (без НДС) (единоразовый платеж).

В случае осуществления дополнительной эмиссии дополнительная плата за включение таких ценных бумаг не осуществляется.

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) – ведущая российская биржа.

На ММВБ торгуются более 475 эмитентов, а также принимают участие в торгах более 550 российских банков и финансовых компаний.

При размещении ценных бумаг на ММВБ биржей предоставляются следующие виды услуг:

- биржевой консалтинг, включающий определение схемы размещения и вторичного обращения ценных бумаг; разработку депозитарно-клирингового механизма движения ценных бумаг и денежных средств; консультации клиентов на всех этапах подготовки к размещению.
- технологическое обеспечение, включающее сбор заявок инвесторов на приобретение ценных бумаг; автоматическое заключение сделок с инвесторами по цене, определенной клиентом; расчеты по сделкам с инвесторами.
- PR- поддержка и маркетинг, включающие размещение информации на сайте бирже; распространение информации через информационные агентства; организацию презентации в конференц-зале биржи.

ММВБ готова предложить три варианта организации IPO:

- Публичное размещение новой эмиссии акций;
 - Предложение на открытом рынке пакета зарегистрированных акций;
- Размер вознаграждения за услуги по допуску к размещению каждого отдельного выпуска акций составляет 100 тыс. рублей без учета НДС.

Вознаграждение за проведение процедур допуска к торгам в перечне Внесписочных ценных бумаг на ММВБ не взимается.

Общие условия допуска ценных бумаг к торгам:

- Осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг эмитента или в ФСФР представлено уведомление об итогах выпуска ценных бумаг (за исключением размещения ценных бумаг на торгах РТС или включения их в котировальные списки «В» и «И»);
- эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства РФ о ценных бумагах и нормативно-правовых актов ФСФР России, в т. ч. о раскрытии информации на рынке ценных бумаг.

Требования к листингу акций на ММВБ представлены в Приложении 3.

В 2006 г. доля ФБ ММВБ в обороте российского фондового рынка составила около 90%. Объем торгов составил 755 млрд. долл., что в 3,3 раза больше объема 2005 г.

Объем торгов на российских биржевых площадках в период с 2004 – 2006 г. представлен на рисунке 2.2:

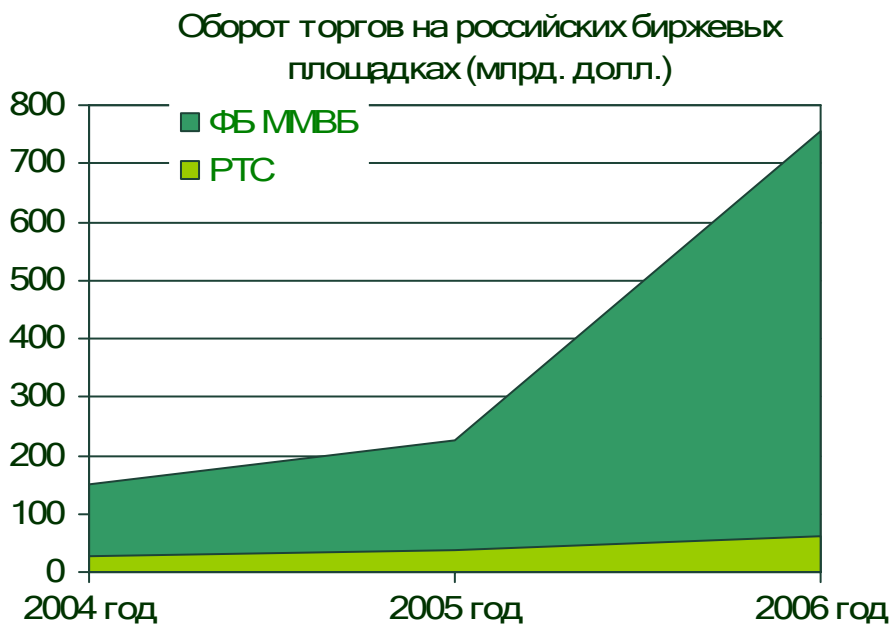


Рис. 2.2 Объем торгов на ММВБ и РТС за 2004 – 2006 г¹.

Объем торгов за январь-февраль 2007 г. составил 175 млрд. долл., что в 2,5 раза больше объема торгов на аналогичную дату 2006 г.

Количество участников торгов на ФБ ММВБ достигло 592, инвесторов – 305 000, из них физических лиц -270 000.

На ФБ ММВБ обращаются 327 акции 191 эмитентов, из них включены в листинг 70 акций 52 эмитентов.

По состоянию на январь 2007 года ММВБ занимает 9 место в мире по обороту торгов рынка акций и количеству эмитентов.

Наглядно положение ММВБ в мире представлено в таблице 2.4.:

¹ <http://www.ipocongress.ru>

Таблица 2.4

Положение ММВБ в мире на начало 2007 г.¹

№	Биржа	млрд. долл.	число эмитентов
1	NYSE	21789,4	2281
2	NASDAQ	11807,5	3133
3	London SE	7583,8	3256
4	Tokyo SE	5824,9	2416
5	Euronext	3805,3	1210
6	Deutsche Borse	2741,6	760
7	Hong Kong Ex&Cl	832,4	1173
8	Shanghai SE	738,9	842
9	MICEX SE	550,2	190
10	Singapore Ex	180,4	708
11	Wiener Borse	82,2	113
12	Warsaw SE	56,1	265

2.3 Проблемы на рынке IPO

Проведенный анализ опыта публичного размещения ценных бумаг российскими компаниями на фондовом рынке позволяет сделать вывод о том, что мы наблюдаем очевидные проблемы, которые еще достаточно долгий период времени будут препятствовать бурному развитию IPO в России.

К ним относятся:

➤ основные проблемы российского фондового рынка по-прежнему связаны с законодательством: с одной стороны, рынок излишне зарегулирован, с другой – должное правовое обеспечение отсутствует.

➤ Информационная закрытость большинства эмитентов, даже на этапе публичного размещения ценных бумаг. Компании с большим трудом расстаются с данными о себе и своем корпоративном устройстве.

➤ Отсутствие независимого расчета якорных цен, определяющих первичную цену размещения. Цены по существу рассчитываются самими эмитентами или андеррайтерами, в результате чего не всегда соответствует реальности. Нередки примеры, когда через месяц после размещения (после

¹ <http://www.ipocongress.ru>

завершения периода поддержки маркет-мейкеров) торги по бумагам практически не происходят и цена падает.

➤ Отсутствие ликвидности у отдельных эмитентов. Торги по некоторым эмитентам осуществляются не каждый день, что существенным образом затрудняет мониторинг и ограничивает возможности инвесторов, управляющих и брокеров.

➤ Низкий уровень объема акций, находящихся в свободном обращении (free float) компаний, которые провели IPO. Следует отметить, что показатель доли акций в публичном обращении вырос по рынку с 10 – 15% до 25 – 30%. Опытные эмитенты проводят дополнительные эмиссии и за счет публичного размещения увеличивают собственную капитализацию.

➤ Фактическое отсутствие отраслевой диверсификации. За исключением двух-трех отраслей, другие представлены малым количеством компаний. Выборка эмитентов по отдельным отраслям не удовлетворяет уровню информативности. Это не позволяет приметить отраслевую аналитику и проследить относительную волатильность, и проводить качественное сравнение эмитентов внутри отрасли.

➤ Большинство IPO проходят как непубличные закрытые размещения и не отражают реальной капитализации.

➤ Фактическое недоверие к фондовому рынку инвесторов, граничащее с жадностью до высокой доходности, порождает невеселую картину сегодняшнего инвестора.

➤ Особого внимания заслуживает недоверие и непонимание со стороны директоров и акционеров региональных предприятий и компаний. Для многих из «красных директоров» термин «ИПО» остается ругательным и экономически непонятным. Добавляют масла в огонь страшилки, которые в регионах повествуют о том, как у акционера – директора отняли и переписали реестр, и что он теперь пережил несколько инфарктов и остался не с чем. И кроме того, якобы IPO грозит потерей контроля над предприятием. И это в то время, когда рейдерство как класс в России фактически побороли.

➤ «Народное» IPO, с одной стороны, показало интерес населения к публичному размещению эмитентов. С другой стороны, российские инвесторы - самые необразованные в вопросах фондового рынка.

Пока российский рынок растет и для того, чтобы ему освободиться от проблемной ноши потребуется еще не один год.

Проведя анализ опыта размещения российских компаний, как на отечественном фондовом рынке, так и за рубежом можно сделать следующие выводы:

Неразвитость отечественного рынка, а главное – отсутствие необходимого объема финансовых ресурсов, не позволяющих обеспечить крупные размещения, приводит к тому, что большинство отечественных эмитентов предпочитают размещаться за рубежом.

Для российских компаний в первую очередь представляют интерес такие биржи, как London Stock Exchange (LSE), New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, и естественно, отечественные площадки РТС и ММВБ.

Проведя анализ российских IPO, можно сказать, что рынок IPO в России активно развивается, т.к. с каждым годом увеличивается не только количество компаний, использующих фондовый рынок для привлечения капитала, но и увеличиваются объемы привлечения не только на зарубежных площадках, но и на национальных. Это, в свою очередь, говорит о том, что перспективы отечественных площадок для средних российских компаний в значительной степени возрастут. Большинство российских компаний, осуществивших IPO, являются крупными холдингами с высокой капитализацией. Соответственно, у таких компаний имеются большие перспективы для проведения IPO, чем у средних и мелких.

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЫНКА IPO

3.1 Перспективы и тенденции рынка

Первое IPO российской компании произошло в 1996 г. — компания «Вымпелком» привлекла на NYSE \$110 млн. За период с 1996 г. по 2003 г. первичное размещение акций провели 13 компаний, в 2004 г. — 7 компаний. С 2005 г. сложившиеся в России условия позволили компаниям чаще обращаться к IPO как к источнику финансирования, число разместившихся компаний равнялось уже 15-ти.

Рынок IPO российских компаний фактически начал активно развиваться с конца 2004 - начала 2005 года. Едва ли кто-то мог представить еще два года назад, что на мировые фондовые рынки выйдет так много российских компаний. Названия таких компаний, как АФК «Система» и ТД «ЕвразХолдинг», а также труднопроизносимое для иностранцев – «Пятерочка», стали привычными для международных инвесторов.

В 2006 г. российские компании привлекли на внутреннем и международных рынках за счет размещения акций и облигаций порядка \$60 млрд, в то время как в 2005 г. — \$33 млрд. Капитализация российского фондового рынка выросла почти в два раза и составила более \$1 трлн. Этому способствовал не только рост котировок многих российских компаний, но и большое количество IPO.

Первичное публичное предложение акций стало одной из самых модных тенденций на рынке ценных бумаг в 2006 г., который можно с уверенностью назвать «годом IPO», свои акции предложили 27 российских компаний на сумму порядка \$18,84 млрд, что вывело Россию на четвертое место в мире по IPO после Китая, США и Великобритании. Это почти в четыре раза больше, чем в 2005 г., тогда общий объем привлеченного капитала составил \$5,23 млрд¹.

Объем российского рынка IPO в период с 1996 – 2006 г. представлен на рис. 3.1:

¹ Садовникова А. Тенденции рынка IPO: анализ и прогноз//Третий IPO- Конгресс, 13 апреля 2007 г.

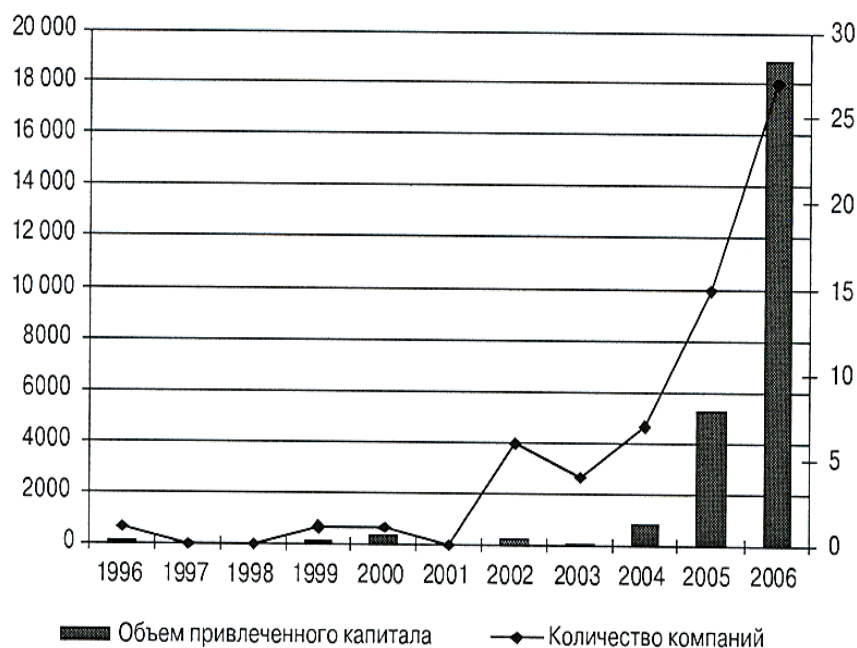


Рис. 3.1 Объем российского рынка IPO с 1996 – 2006 г¹.

Кроме того, следует отметить частные размещения компаний «Евраз групп» на сумму \$300 тыс., «Мечел» — на \$350 тыс., «АФК Система» — на \$220 тыс., «Вимм-Билль-Данн» — \$165 тыс., «Акрон» — \$98 тыс.

Компании, выходящие на биржу, преследуют несколько основных целей, среди них повышение капитализации, привлечение инвестиций, реструктурирование бизнеса и прочие. Когда рынок, в котором функционирует эмитент, развивается высокими темпами, ей необходимо постоянно увеличивать в нем свою долю. Особенно это характерно для потребительского сектора, большинству компаний которого, не обладая достаточной залоговой базой, крайне сложно обращаться к традиционным финансовым инструментам, таким как банковские кредиты.

Из разместившихся в 2006 г., 10 компаний зарегистрированы за рубежом. В основном деятельность этих эмитентов связана с добывающей промышленностью и инвестициями в недвижимость.

¹ <http://www.ipocongress.ru>

Также стоит отметить, что диапазон привлеченных средств от проведенных сделок достаточно широк: от \$1 млн. (компания G5 Entertainment) до \$10,6 млрд («Роснефть»).

Размещения акций компаний России в 2006 г. представлены в табл. 3.1:

Таблица 3.1

Размещение акций компаний России в 2006 г¹.

№	Компания	Дата IPO	Страна	Доля	Объем IPO	Биржа
1	Amur Minerals (Металлургия)	15 марта	Россия (Великобритания)	14,30%	\$7,118 млн	AIM
2	Aurora Russia Limited (Инвестиции)	24 марта	Россия (Великобритания)	100%	\$130,9 млн	AIM
3	Baltic Oil Terminals (Добывающая)	27 апреля	Россия (Великобритания)	н/д	\$41,1 млн	AIM
4	C.A.T. Oil (Добывающая)	4 мая	Россия(Австрия)	35%	\$370,8	Deutsche Borse
5	G5 Entertainment AB (Информационные технологии)	2 октября	Россия (Швеция)	30%	\$1 млн	Nordic Growth Market
6	Kontakt East Holding (Инвестиции)	27 ноября	Россия (Швеция)	50%	\$16 млн	First North
7	Mirland Development (Инвестиции)	11 декабря	Россия (Кипр)	30%	\$282 млн	AIM
8	Northern European (Инвестиции)	11 ноября	Россия (Швеция)	н/д	\$448,9 млн	AIM
9	RGI International (Девелопер)	7 декабря	Россия	31,50%	\$192 млн	AIM
10	Timan Oil & Gas (Добывающая)	22 декабря	Россия (Великобритания)	24%	\$26,3 млн	AIM
11	Trader Media East (Реклама)	23 января	Россия (Голландия)	100%	\$565,2 млн	LSE
12	Банк «Возрождение» (Банки)	26 июня	Россия	10%	\$54 млн	PTC, ММВБ
13	Бел он (Добывающая)	5 июня	Россия	13%	\$57 млн	PTC
14	Верофарм	24 апреля	Россия	49,90%	\$139,7	PTC, ММВБ
15	Группа «Разгуляй» (Сельское хозяйство)	6 марта	Россия	23%	\$144 млн	PTC, ММВБ
16	Группа «Черкизово»	10 мая	Россия	27,80%	\$251,3	LSE, PTC,
17	Комстар-ОТС (Телекоммуникации)	7 февраля	Россия	35%	\$1,06 млрд	LSE
18	Магнит (Торговля)	28 апреля	Россия	19%	\$368,4	PTC, ММВБ
19	ОГК-5 (Электроэнергетика)	31 октября	Россия	14,40%	\$459 млн	PTC, ММВБ
20	Распадская	9 ноября	Россия	18%	\$316,7	PTC, ММВБ
21	Роснефть (Нефтегазовая)	14 июля	Россия	15%	\$10,6	LSE, ММВБ,
22	Северсталь	7 ноября	Россия	9,10%	\$1,063	LSE
23	Система Галс	3 ноября	Россия	16,75%	\$432	LSE, ММВБ,

¹ <http://www.ipocongress.ru>

24	СТС-Медиа (Телекоммуникации)	1 июня	Россия	16,39%	\$346 млн	Nasdaq
25	ТМК (Металлургия)	31 октября	Россия	23%	\$1,081	LSE, PTC
26	ЦМТ	7 декабря	Россия	18%	\$105,3	PTC
27	ЧЦЗ (Металлургия)	7 ноября	Россия	33%	\$281,4	LSE, PTC

«Роснефть», безусловно, привлекла наибольший объем капитала в ходе проведения «народного» IPO, разместив 15% уставного капитала по цене \$7,55 за акцию. Данный вид размещения проводился в нашей стране впервые. Второе и третье место по размеру привлеченного капитала разделили «ТМК» — \$1,081 млрд и «Северсталь» — \$1,063 млрд.

Объем IPO компаний за 2006 г. (без учета IPO «Роснефти») представлены на рис. 3.2:

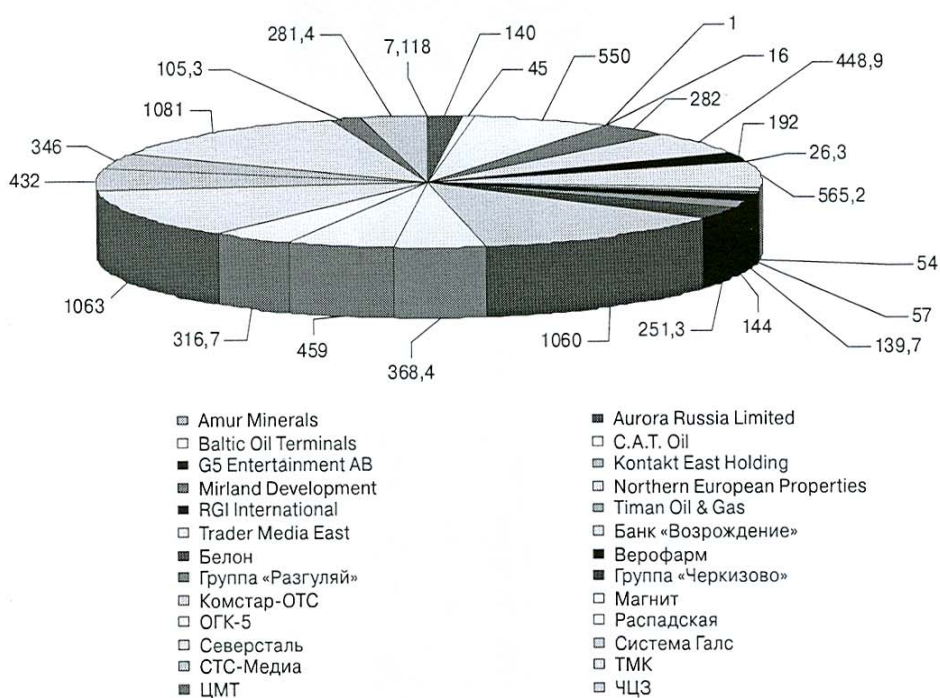


Рис. 3.2 Объем IPO компаний за 2006 г. (без учета IPO «Роснефти»)¹

Добывающая отрасль в 2006 г. была представлена пятью компаниями, в металлургическом и инвестиционном секторах разместили свои акции по четыре эмитента, по две компании из секторов девелопмента и телекоммуникаций. Стоит отметить, что за последнее время в отраслевой

¹ <http://www.ipocongress.ru>

структуре компаний, выходящих на биржи по открытой подписке, происходит смещение акцента с сырьевых на несырьевые. На рынок 2006 г. вышли эмитенты из фармацевтической, сельско-хозяйственной, рекламной, банковской, нефтегазовой, пищевой, Т и электроэнергетической отраслей.

Отраслевое распределение IPO компаний за 2006 г. (по объему привлеченного капитала) представлено на рисунке 3.3:

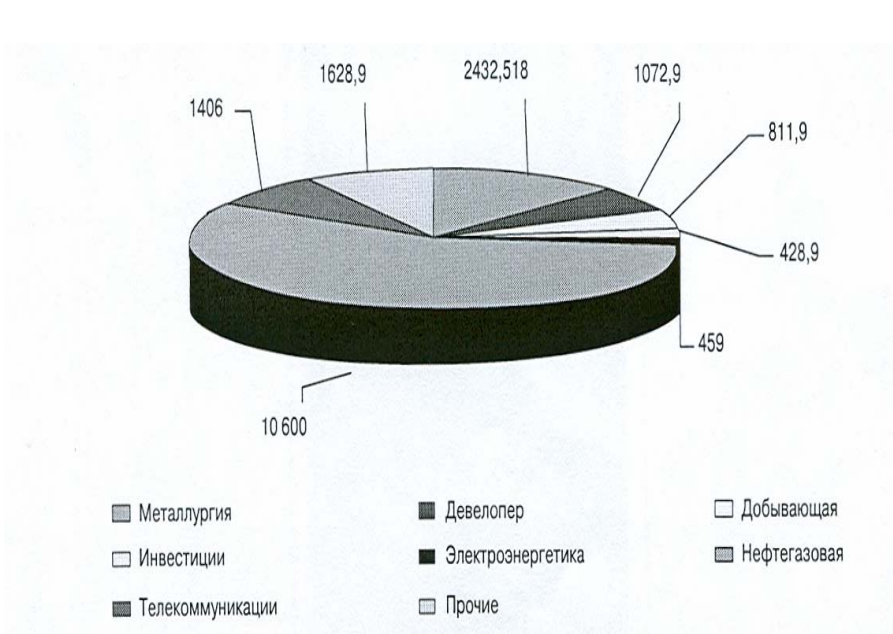


Рис. 3.3 Отраслевое распределение IPO за 2006 г. (по объему привлеченного капитала)¹

Конечно, не все было гладко, несоответствие завышенных ценовых ожиданий потенциальных эмитентов и оценок их бизнеса организаторами размещения привели к тому, что котировки акций некоторых эмитентов на вторичных торгах опускались ниже цены размещения среди них: «Черкизово», «Разгуляй», «Роснефть», «Северсталь», «Распадская», «Верофарм», «Магнит».

В таблице 3.2 и таблице 3.3 приведены примеры котировок акций компаний на ММВБ и РТС с момента размещения до конца 2006 г.²:

¹ <http://www.ipocongress.ru>

² <http://www.ipocongress.ru>

Таблица 3.2

Пример котировок акций некоторых компаний на ММВБ

Компания	Цена размещения, \$/дата	1 день (покупка/продажа)	1 месяц (покупка/продажа)	3 месяца (покупка/продажа)	6 месяцев (покупка/продажа)	Последний день торгов 2006 г.
ОГК-5	0,09 (31.10.06)	0,092/0,0942 (31.10.06)	0,1115/0,1135 (30.11.06)			0,1235/0,126 (29.12.06)
Комстар-ОТС	7,25 (07.02.06)	6,5/7,05 (01.03.06)	6,955/7,25 (03.04.06)	5,5/6 (01.06.06)	6/6,85 (01.09.06)	8/9 (29.12.06)
Группа Разгуляй	4,8 (06.03.06)	5,4/5,2 (06.03.06)	5,55/5,6 (06.04.06)	4,8/5 (06.06.06)	4,75/5 (06.09.06)	3,95/4 (29.12.06)
Роснефть	7,55 (14.07.06)	7,4/7,43 (17.07.06)	7,43/7,5 (17.08.06)	8,09/8,13 (17.10.06)		9,15/9,23 (29.12.06)
Северсталь	12,5 (07.11.06)	13/13,05 (07.11.06)	11,4/44,55 (07.12.06)			11,23/11,4 (29.12.06)

Таблица 3.3

Пример котировок акций некоторых компаний на РТС

Компания	Цена	1 день	1 месяц (покупка/продажа)	3 месяца	6	Последний день торгов в 2006 г.
	\$/дата	(покупка/продажа)		(покупка/продажа)	(покупка/продажа)	
ОГК-5	0,09 (31.10.06)	0,092/0,0942 (31.10.06)	0,1115/0,1135 (30.11.06)			0,1235/0,126 (29.12.06)
Группа «Черкизово»	2287 (10.05.06)	1725/2325 (15.08.06)	1700/2400 (15.09.06)	1700/2200 (15.11.06)		1700/2100 (29.12.06)
Группа «Разгуляй»	4,8 (06.03.06)	6,25/6,35 (24.04.06)	4,77/5 (24.05.06)	3,75/4 (24.07.06)	3,95/4,05 (24.10.06)	3,95/4,0 (29.12.06)
Роснефть	7,55 (14.07.06)	7,4/7,43 (17.07.06)	7,43/7,5 (17.08.06)	8,09/8,13 (17.10.06)		9,15/9,23 (29.12.06)
Белон	38 (05.06.06)	38/39 (24.07.06)	38/39 (24.08.06)	37,25/38,75 (24.10.06)		36,25/37,25 (29.12.06)

Верофарм	28	31,4/31,6	25,75/26,5 (26.05.06)	23,25/24,25 (26.07.06)	27/28 (26.10.06)	30/31,5 (29.12.06)
	(24.04.06)	(26.04.06)				
Распадская	2,25 (09.11.06)	2,125/2,15 (10.11.06)	1,882/1,9 (11.12.06)			1,845/1,87 (29.12.06)
Магнит	27 (28.04.06)	27,85/28 (28.04.06)	24,9/25,05 (29.05.06)	26,5/26,9 (28.07.06)	32,5/33 (27,10.06)	35/35,7 (29.12.06)
ТМК	5,4	6,2/6,3	7,25/7,35			8,2/8,4
	(31.10.06)	(31.10.06)	(30.11.06)			(29.12.06)

Не обошлось и без прецедентов. При размещении группы «Черкизово», «Morgan Stanley» и «Тройка Диалог» покинули синдикат андеррайтеров из-за того, что не сошлись во мнении с менеджментом компании в вопросах цены размещения. А компания «Уралкалий», которая также не согласилась снизить цену размещения, вообще отменила ИРС Ряд компаний (по некоторым данным порядка десяти), собиравшихся разместиться в 2006 г., перенесли IPO на более поздние сроки. Среди них были «Копейка», «Топ-Книга», «Дикси». Инвесторы стали внимательнее относиться к перспективности потенциальных эмитентов. Некоторые аналитики считают, что акции российских компаний становятся менее привлекательными в связи с возрастанием политических рисков и ухудшением макроэкономической ситуации на мировых рынках.

В феврале 2007 г. уже несколько компаний провели первичное публичное размещение акций: «Полиметалл», «Ситроникс», «Интегра». «Интегра» разместила 28% от уставного капитала и привлекла \$668 млн. Размещение прошло по верхней границе ценового диапазона и составило \$335 за акцию. «Полиметалл» и «Ситроникс» разместились по цене \$7,75 и \$0,24 за акцию соответственно, что ближе к нижним границам ценового диапазона размещения. «Полиметалл» привлек \$604,5 млн. за 24,8% акций. «Ситроникс» разместил 17,5%, суммарный привлеченный капитал составил \$352,6 млн. Нужно отметить, что андеррайтеры обеих компаний решили не реализовывать предоставленный им опцион.

В феврале-марте 2007 г. «Сбербанк» провел «народное» IPO, получив за допэмиссию примерно 260 млрд рублей. Кроме того, в марте прошло размещение бумаг ОГК-3. Компания разместила 18 млрд акций, что составляет 37,9% от уставного капитала. Цена за акцию была установлена на уровне \$0,17, которую предложил «Норильский никель» и выкупивший весь объем эмиссии за \$3,1 млрд.

В мае состоялось IPO «ВТБ», которое также стало «народным», но из-за падения российского фондового рынка прибыль ВТБ сократилась на 800 млн. рублей до 4 млрд. от ранее запланированной прибыли в 4,5 – 4,8 млрд¹.

По данным портала IPO- Конгресс² около 90 компаний в разное время заявляли о своем выходе на биржу в 2007 г. Эмитенты находятся на разных стадиях подготовки к первичному публичному размещению, однако мы считаем, что в действительности выйти на открытый рынок могут не более 30-40 компаний. На решение эмитентов провести IPO может повлиять неблагоприятная рыночная конъюнктура, резкие колебания на фондовом рынке и высокая вероятность недооценки бизнеса. Основу рынка IPO могут составить компании второго эшелона, получившие опыт на внутреннем рынке облигаций и готовые разместить порядка 10-15 % своих акций.

В последнее время у инвесторов появляется большая заинтересованность в приобретении акций несырьевых компаний. В 2007 г. наиболее инвестиционно-привлекательными будут банковский, энергетический, потребительский, химический, телекоммуникационный секторы экономики, а также ритейлеры, девелоперы и страховые компании. В 2007 г. в ходе IPO компании привлекут около \$30-40 млрд. По прогнозам аналитиков, в текущем году сохранится тенденция проведения компаниями первичного публичного размещения акций. Однако в 2008 г. прогнозируется снижение объемов IPO в связи с увеличением влияния на рынок политических рисков, связанных с перевыборами президента

¹ Воронова Т., Оверченко М. ВТБ потерял на IPO 800 млн. рублей// Ведомости, 2007, №102 (1876)

² <http://www.ipocongress.ru>

России, которые могут усилить волатильность рынка, с одной стороны, и привлечь рискованных инвесторов, с другой.

Волатильность рынка (англ. Volatility) – это статистический показатель, характеризующий тенденцию изменчивости цены.

Список ожидаемых размещений в 2007 г. приведен в таблице 3.4:

Таблица 3.4

Предстоящие размещения 2007 г¹.

Компания	Дата размещения	Объем размещения
Агромашхолдинг	II полугодие 2007	\$150-200 млн
НК Альянс	III квартал 2007	\$200-300 млн
ГК Виктория	2007	Не определен
ГАЗ	IV квартал 2007	\$200 млн
Ингосстрах	2007	\$500 млн
ИТЕРА	II полугодие 2007	\$300 млн
Нидан Соки	IV квартал 2007	\$294-343 млн
ОГК-1	Ноябрь 2007	\$921,4 млн
ОГК-2	Ноябрь 2007	\$1,6 млрд
ОГК-6	Ноябрь 2007	\$3,5 млрд
ПИК	2007	\$350 млн
РОСНО	2007	\$400 млн
Силовые машины	2007	\$100 млн
Таттелеком	2007	\$100 млн
ТГК-4	Ноябрь 2007	\$725 млн
ТГК-6	Ноябрь 2007	Не определен
ТГК-9	Октябрь 2007	\$650 млн
ТГК-10	Ноябрь 2007	\$500-800 млн
ТГК-13	Ноябрь 2007	Не определен
Южкузбассуголь	II полугодие 2007	20-25%
IBS	2007	Не определен

Однако невозможно с полной уверенностью сказать, что все эти компании проведут IPO именно в эти сроки, потому что постоянно корректируется дата размещения, исходя из готовности к IPO и изменчивости рыночной ситуации. Кроме того, компания может воспользоваться альтернативными источниками финансирования, такими как частное размещение, выпуск облигаций и продажа

¹ <http://www.ipocongress.ru>

части бизнеса стратегическому инвестору, или просто отложить IPO до лучших времен.

3.2 Рекомендации по совершенствованию IPO

Проведенный анализ опыта размещения российских компаний и современного состояния проблем на рынке IPO доказал необходимость проведения следующих мероприятий по его совершенствованию:

➤ Принять надлежащие меры к совершенствованию корпоративного законодательства и устранить имеющиеся противоречия (например: необходимость выдержать период преимущественного права выкупа ценных бумаг перед другими акционерами при условии, что решение о выходе на IPO акционерами уже принято) и различных препятствий.

В значительной мере улучшить положение можно, если принять новый закон «О биржах и биржевой деятельности», общий для фондовых, валютных и срочных товарных бирж. В нем необходимо, прежде всего, определить правовой статус самих бирж, установить требования к составу и структуре их акционеров, к системе корпоративного управления. Все это позволит обеспечить инвестиционную привлекательность бирж и прозрачность их деятельности.

Фондовая биржа в силу специфики своих функций - не только организовывать торговлю, но и обеспечивать ее эффективность, добросовестность, а также защищать интересы инвесторов - должна получить определенные регулятивные полномочия по отношению к участникам торгов и к эмитентам. Регулирующее воздействие на участников торгов должно заключаться в предотвращении манипулирования ценами, инсайдерской торговли, а также в обеспечении надежности участников торгов. Если биржа действительно станет таким регулятором, то можно рассчитывать на повышение качества торгуемых ценных бумаг, на своевременное раскрытие

информации эмитентами, а также на реальный контроль соблюдения принципов корпоративного управления.

➤ Одним из главных факторов, препятствующих развитию российского фондового рынка, является недостаточное развитие рыночной инфраструктуры. Это приводит к выталкиванию на зарубежные фондовые площадки и крупных эмитентов, и наиболее активных инвесторов. На протяжении многих лет обсуждается необходимость создания в России центрального депозитария - структуры, существующей практически на всех развитых фондовых рынках. Появление такого института рыночной инфраструктуры позволит решить ряд проблем.

Во-первых, это даст возможность повысить уровень защищенности прав собственности на ценные бумаги, снизить риск нарушения прав инвесторов в корпоративных конфликтах, устранить проблему «двойных реестров».

Во-вторых, деятельность центрального депозитария позволит ускорить и упростить расчеты по сделкам с ценными бумагами.

В-третьих, за счет консолидации депозитарного учета и использования передовых технологий центральный депозитарий сможет удешевить обслуживание своих клиентов, что обеспечит общее снижение издержек для участников фондового рынка.

➤ Еще одним перспективным направлением дальнейшего повышения ликвидности российского биржевого рынка может послужить создание сектора инновационных и растущих компаний. Аналогичные сектора действуют на многих развитых рынках и обеспечивают ликвидность для компаний малой капитализации. Предполагается, что на ММВБ в данный сектор войдут малые и средние компании (капитализация в интервале от 100 млн. рублей до 5 млрд. рублей), имеющие темп роста выручки по итогам финансового года на уровне не ниже 20% и/или осуществляющие хозяйственную деятельность в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий.

➤ Отдельно следует сказать о развитии сектора IPO российских компаний. В настоящее время Группа ММВБ обеспечивает комплексное обслуживание

эмитентов, осуществляющих IPO. Биржа обеспечивает полный комплекс технологических, маркетинговых и PR-услуг, связанных с размещением.

➤ Необходимо устранить препятствия, явно мешающие развитию рынков производных финансовых инструментов. Для обеспечения полноценной юридической защиты участников рынка производных инструментов требуется, прежде всего, внести изменения в Гражданский кодекс РФ, чтобы исключить возможность отнесения таких инструментов к «сделкам пари». В соответствии с действующим ГК РФ требования по таким сделкам не подлежат судебной защите.

➤ Не менее востребованы поправки в валютное законодательство. Иностранным инвесторам, к примеру, трудно понять, зачем для приобретения активов необходимо открывать спецсчета (это дополнительная трата времени, подготовка документации и пр.), да еще и резервировать средства под операцию, отвлекая их из оборота.

Проанализировав перспективы и тенденции современного рынка IPO можно сделать следующие выводы:

За период с 2004 по 2006 годы наблюдается настоящий «бум» IPO российских компаний, и, несмотря на скептические прогнозы некоторых аналитиков, в 2007 году данная тенденция продолжает сохраняться и по самым оптимистичным прогнозам объем первичных размещений отечественных компаний в этом году может составить 30-40 млрд. долларов.

Инвесторов ожидает широкий выбор компаний из различных отраслей. По крайней мере, до тех пор, пока не произойдет корректировка рынка, и в 2008 году в России не пройдут президентские выборы, инвесторам следует ожидать новых IPO российских компаний. Уже сейчас можно заметить, что в 2007 году высокая активность российских компаний на фондовых рынках продолжается.

В соответствии с существующими проблемами на рынке IPO необходимо провести следующие мероприятия по его совершенствованию:

➤ необходимо устранить препятствия, явно мешающие развитию рынков производных финансовых инструментов;

- принять надлежащие меры по совершенствованию корпоративного законодательства и устранить имеющиеся противоречия и др.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Развитие экономики России в условиях общей глобализации и интеграция ее в мировое сообщество, так или иначе, приведет к тому, что большинство мировых процессов, более развитых в странах Европы и Америки, таких как фондовый рынок, переносятся и на российскую площадку. И в этом плане развитие рынка IPO в России не исключение.

В рамках данной выпускной квалификационной работы были раскрыты: понятие, сущность и значение IPO, основные этапы реализации альтернативного источника привлечения капитала, были рассмотрены вопросы правового регулирования данного инструмента и проблемы, возникающие в ходе подготовки компании к выходу на публичный рынок, а также был проведен анализ опыта размещения российских компаний посредством IPO. По результатам анализа данной темы был сделан ряд важных выводов и рекомендаций.

Среди которых можно выделить следующие:

IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное предложение акций и иных ценных бумаг компанией на фондовой бирже, где они становятся доступными широкому кругу инвесторов и превращаются в инструмент биржевой игры.

Это один из самых привлекательных способов привлечения в компанию крупных финансовых средств, но в то же время и самый затратный. Выход компании на фондовый рынок требует взвешенного решения со стороны своих акционеров. Использование публичности в развитии компании требует от неё

определенных шагов и действий, которые не всегда могут соотноситься с желаниями и планами акционеров.

Данный процесс имеет длительный характер и требует максимум усилий со стороны компании для эффективного размещения своих акций на бирже. Причем это касается всех сторон этого процесса, начиная от формирования команды, подготовки проспекта эмиссии и заканчивая непосредственно определением цены размещения.

Другими словами, прежде чем принять решение стать публичной, компания и её акционеры должны всесторонне проанализировать его последствия, учесть все положительные и отрицательные стороны такого шага. В то же время грамотная стратегия использования публичного рынка даст компании неоспоримые преимущества в развитии, позволит реализовать крупные инвестиционные проекты.

Таким образом, рассмотрев основные достоинства и недостатки IPO, и опираясь на отечественную практику, можно сказать, что достоинства этого источника привлечения капитала превалируют над его недостатками.

Законодательные новшества и инициативы со стороны ФСФР России свидетельствуют о том, что достаточно последовательно реализуется политика стимулирования российского фондового рынка, а ФСФР весьма решительно настроена на то, чтобы воспрепятствовать уходу российских акций на зарубежные фондовые рынки.

В целом внесенные в российское законодательство изменения позволяют существенно упростить механизм размещения ценных бумаг на российском рынке, повысить его прозрачность, сократить сроки выхода компаний на IPO и снять целый ряд юридических рисков. В настоящее время к размещению акций готовятся многие компании. Их опыт позволит эмитентам и инвесторам оценить уровень эффективности и востребованности законодательных новаций уже в ближайшее время.

Проведя анализ опыта размещения российских компаний, как на отечественном фондовом рынке, так и за рубежом можно сделать следующие выводы:

Неразвитость отечественного рынка, а главное – отсутствие необходимого объема финансовых ресурсов, не позволяющих обеспечить крупные размещения, приводит к тому, что большинство отечественных эмитентов предпочитают размещаться за рубежом.

Для российских компаний в первую очередь представляют интерес такие биржи, как London Stock Exchange (LSE), New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, и естественно, отечественные площадки РТС и ММВБ.

Проведя анализ российских IPO, можно сказать, что рынок IPO в России активно развивается, т.к. с каждым годом увеличивается не только количество компаний, использующих фондовый рынок для привлечения капитала, но и увеличиваются объемы привлечения не только на зарубежных площадках, но и на национальных. Это, в свою очередь, говорит о том, что перспективы отечественных площадок для средних российских компаний в значительной степени возрастут. Большинство российских компаний, осуществивших IPO, являются крупными холдингами с высокой капитализацией.

За период с 2004 по 2006 годы наблюдается настоящий «бум» IPO российских компаний, и, несмотря на скептические прогнозы некоторых аналитиков, в 2007 году данная тенденция продолжает сохраняться и по самым оптимистичным прогнозам объем первичных размещений отечественных компаний в этом году может составить 30-40 млрд. долларов. Тенденции, наметившиеся в прошлом году, скорее всего, сохранятся и в 2007-2008 годах. Сложно предсказать число новых IPO российских компаний, однако можно совершенно четко сказать, что в будущем их станет значительно больше.

Инвесторов ожидает широкий выбор компаний из различных отраслей. По крайней мере, до тех пор, пока не произойдет корректировка рынка, и в 2008 году в России не пройдут президентские выборы, инвесторам следует ожидать

новых IPO российских компаний. Уже сейчас можно заметить, что в 2007 году высокая активность российских компаний на фондовых рынках продолжается.

В соответствии с существующими проблемами на рынке IPO необходимо провести следующие мероприятия по его совершенствованию:

- необходимо устранить препятствия, явно мешающие развитию рынков производных финансовых инструментов;
- принять надлежащие меры по совершенствованию корпоративного законодательства и устранить имеющиеся противоречия и др.

СПИСОК НОРМАТИВНО-ПРАВОВЫХ АКТОВ И ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»//Собрание законодательства РФ, 1996, №1, ст. 1

2. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. Федерального закона от 28.12.2002 N 185-ФЗ)//Собрание законодательства РФ от № 17, 22.04.1996, ст.1918

3.Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ (в ред. Федерального закона от 27.12.2005 г. № 194-ФЗ)// Собрание законодательства РФ от 08.03.1999, №10, ст.1163

4.Приказ ФСФР России от 16.03.05 № 05-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (ред. от 01.11.05 № 05-58/пз-н, от 12.01.06 № 06-7/пз-н)//Бюллетень нормативных актов Федерального органа исполнительной власти №18, 02.05.2005

5.Приказ ФСФР России от 12.01.06 № 06-5/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение или обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации» (ред. от 18.04.06 № 06-42/пз-н)// Бюллетень нормативных актов Федерального органа исполнительной власти №10, 06.03.2006

6. Беликов И. Рейтинг привлекательности // Консультант. 2005. № 3
7. Брег С. Настольная книга финансового директора. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007
8. Воронова Т., Оверченко М. ВТБ потерял на IPO 800 млн. рублей// Ведомости, 2007, №102 (1876)
9. Власенкова Ю. Возможности и особенности выхода на биржу для малого и среднего бизнеса: опыт компаний северо-западного региона России//IPO, 2007, № 6(52)
10. Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М., СПб.: Вершина, 2007
11. Данилова Ю.А. Перспективы развития IPO в России // Второй IPO Конгресс, 2006
12. Лосев С.В., Миркин Я.М. IPO «за» и «против» для эмитента //Корпоративные стратегии, 2006, №2
13. Лукашов А.В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) // Управление корпоративными финансами. 2004. № 4
14. Лукашов А.В. Привлечение капитала иностранными компаниями на рынках капитала США // Управление корпоративными финансами. 2004. № 5
15. Лукашов А.В. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // Управление корпоративными финансами. 2005. № 2-3
16. Лукашов А.В. IPO на зарубежных биржах // Консультант. 2005. № 7
17. Лукашов А.В. Защита от враждебного поглощения при IPO // Консультант. 2005. № 3, 5
18. Лукашов А.В. Обратные слияния — альтернатива IPO // Консультант. 2005. №21
19. Лукашов А.В. Популярные в России зарубежные фондовые биржи // Финансовый форум, специальный выпуск. 2006
20. Лукашов А.В. Расчетно-клиринговая система и глобальная фондовая архитектура //Управление корпоративными финансами. 2006. № 6(18)

21. Лукашов А.В. Венчурное финансирование: стоимость компаний и корпоративное управление // Управление корпоративными финансами. 2006. № 2-3
22. Лукашов А.В. Обратная сторона медали (риски IPO) // Риск-Менеджмент. 2007. № 1
23. Лукашов А.В., Могин А.Е. IPO от I до O.- М.: Альпина бизнес букс, 2007
24. Масютин С. Корпоративное управление в России: первые шаги // Консультант. 2005. № 5
25. Мозжухов А. IPO на российском рынке: законодательные новации// Финансовый директор, 2006, № 7-8 (49-50)
26. Напольнов А.В. Выбор биржи для IPO//Инвестиционный банкинг, 2006, № 1
27. Нетесова А. Основные этапы IPO// Финансовый директор , 2004, №12
28. Пензин К.В. На пути к российским IPO//Деньги и кредит, 2005, №6
29. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. – 2005, № 15
30. Родионов И., Старюк П. Влияние изменений в качестве корпоративного управления на стоимость российских компаний // Сб. докладов I Всероссийской конференции «Управление корпоративными финансами: практические решения для современного бизнеса», 2004
31. Ростова Н. Оценка корпоративного управления: российский подход // Консультант. 2005. № 7.
32. Садовникова А. Тенденции рынка IPO: анализ и прогноз//Третий IPO-Конгресс, 13 апреля 2007 г.
33. Федоров А. Как выглядит российское IPO // Финансовый форум. Специальный выпуск. 2006
34. <http://www.fesm.ru>, Федеральная служба по финансовым рынкам
35. <http://www.ipocongress.ru>, портал «IPO Конгресс» – все об IPO российских компаний

36. <http://www.micex.ru>, Московская межбанковская валютная биржа
37. <http://www.rcb.ru>, журнал «Рынок ценных бумаг»
38. <http://www.rts.ru>, Российская Торговая Система
39. <http://www.londonstockexchange.com>, Лондонская фондовая биржа
40. <http://www.nyse.com>, Нью-йоркская фондовая биржа
41. <http://www.pbnco.com>
42. <http://www.fd.ru>, журнал «Финансовый директор»

Приложение 1

Хронология организации и проведения первичного публичного размещения¹

Период	Действия
Этап 1. Предварительная работа	
Средний срок между принятием решения о возможном IPO и началом биржевых торгов для российских компаний составляет около 3-ех лет	
В течение минимум 3–4 лет до размещения	Формирование кредитной истории: использование инструментов кредитования, вексельных и облигационных займов; выполнение кредитных обязательств
За 2–3 года до размещения	Осуществление перехода систем отчетности на международные стандарты (на US GAAP или IAS (МСФО), — US GAAP более консервативны по отношению к IAS , а значит, открывают путь к большему числу альтернатив среди площадок)
Более чем за 1 год до размещения	Оценка альтернативных IPO источников финансирования с точки зрения стратегических целей компании и собственников
Более чем за 1 год до размещения	Выбор банка–андеррайтера и с его помощью: <ul style="list-style-type: none"> • определение параметров размещения: объема размещения, цены акций (и справедливой стоимости пакета в целом), площадки, структуры сделки, структуры инвесторов • разработка плана проекта
Более чем за 1 год до размещения	Реализация премаркетинга: сбор мнений инвесторов и инвестиционных аналитиков относительно критериев оценки компаний такого же типа, такой же отрасли, такой же страны на выбранном типе площадки целевыми инвесторами
Более чем за 1 год до размещения	Принятие советом директоров решения о выпуске (или дополнительном выпуске) акций. Подготовка и публикация протокола заседания совета директоров
Более чем за 1 год до размещения	Формирование проектной команды, выбор партнёров: <ul style="list-style-type: none"> • финансового консультанта для создания инвестиционного ядра • юридического консультанта для формирования прозрачной

¹ <http://ipocongress.ru>

	<p>юридической структуры компании</p> <ul style="list-style-type: none"> • аудитора для заверения финансовой отчётности компании по российским стандартам и стандартам МСФО • консультанта по маркетингу для определения информационной политики компании, организация IR и PR политик. IR –агентства для реализации информационного сопровождения проекта • агентства executive search & board consultancy для поиска независимых директоров (часто — иностранных граждан) и их ввода в состав совета директоров компании • аудитора корпоративного управления для определения позиции рейтинга корпоративного управления <p>Реализация с их помощью подготовительных мероприятий.</p>
За 11–12 месяцев до размещения	Подготовка решения о выпуске проспекта ценных бумаг. Утверждение решения о выпуске проспекта ценных бумаг
За 11 месяцев и более до размещения	Подготовка аналитических отчётов (длительность 6 месяцев) о: <ul style="list-style-type: none"> • отрасли и рынке, • показателях деятельности компании, • стратегии компании, • менеджменте компании.
За 10 месяцев до размещения	Проведение due — diligence (юридическим консультантом, аудитором, финансовым консультантом, банком–андеррайтером)
За 9 месяцев до размещения	Государственная регистрация документов в ФСФР
За 5 месяцев до размещения	Подготовка проспекта по результатам due — diligence
За 5 месяцев до размещения	Обновление оценки стоимости размещаемого пакета (по результатам due–diligence и оценки конъюнктуры рынка)
За 5 месяцев до размещения	Раскрытие информации о компании среди широкого круга инвесторов
За 3 месяца до размещения	Определение диапазона цены
За 0,5 — 1,5 месяц до размещения	Выпуск предварительного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта эмиссии аудитором
За 1–2 месяца до размещения	Организация ознакомительного «road-show»
За неделю до размещения	Выпуск окончательного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта аудитором
Этап 2. Выход на биржу	
	Размещение акций на бирже
Этап 3. После размещения	

	Подготовка и утверждение советом директоров отчета об итогах выпуска, публикация информации о существенном факте
	Регистрация отчета об итогах эмиссии в ФСФР
	Стабилизация (в течение 30 дней)
	Организация вторичного обращения акций на бирже
	Регулярная работа с инвесторами, подготовка и публикации регулярной отчетности, поддержка корпоративного сайта (профиля инвестора), раскрытие существенных фактов из жизни компании, выпуск аналитических отчетов, проведение road shows , организация conference - calls между топ-менеджментом компании и инвестиционными аналитиками, организация выступлений топ-менеджмента на международных форумах и дискуссионных площадках, организация встреч топ-менеджеров с крупными инвесторами или фонд-менеджерами, организация пресс-сопровождения деятельности компании.

Требования к листингу акций на РТС¹

Требования	A1	A2	Б	В	И	Внесписочный
Заявитель	Эмитент				Эмитент	Эмитент, УТ
Срок нахождения акций эмитента в КС при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 3 мес. с даты окончания размещения	Не более 5 лет с даты начала размещения	Нет ограничений
Макс доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения обыкновенных акций в КС)	75%	75%	90%	90% (после IPO)	90% (после IPO)	Нет ограничений
Min ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 мес. (для включения в КС)	25 млн руб.	25 млн руб.	1,5 млн руб.	-	1 млн руб. (по итогам 2)	Нет ограничений
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	Не требуется	Требуется	Нет ограничений	Нет ограничений
Капитализация, руб.: - обыкновенных акций; - привилегированных акций	10 млрд 3 млрд	3 млрд 1 млрд	1,5 млрд 0,5 млрд	-	60 млн 25 млн	Нет ограничений
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP и аудиторского заключения в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	Не требуется	Не требуется	Нет ограничений	Нет ограничений
Min срок существования эмитента	3 года	3 года	1 год	3 года	Нет ограничений	Нет ограничений
Обязательство по предоставлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Нет ограничений
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего Котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения		На момент подачи заявления	Требуется	Нет ограничений

¹ <http://www.rts.ru>

Требования к листингу акций на ММВБ¹

Требования	A1	A2	Б	В	И
Заявитель	Эмитент				
Срок нахождения акций эмитента в КС при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более бмес.	Не более 5 лет
Макс доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в КС обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Количество размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10%	
Min ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в КС)	25 млн руб.	25 млн руб.	1,5 млн руб.	-	-
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация, руб.: — обыкновенных акций; — привилегированных акций	10 млрд Змлрд	Змлрд 1 млрд	1,5 млрд 0,5 млрд	-	(по оценке УФК) 60 млн 25 млн
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP и аудиторского заключения в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Min срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования учитывает срок деятельности юр. лица, в реорганизации кот. был создан эмитент — только для A1, A2, Б)	3года	3года	1 год	3года	-
Обязательство по предоставлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего Котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения		На момент подачи заявления	

¹ <http://www.micex.ru>