Курсовая работа

по Банковскому делу

на тему:

Операции инвестиционных банков

**Содержание**

Введение

1. Понятие инвестиционных компаний и их характеристики

2. Общие формальные определения инвестиционного банка и его характерные черты

3. Привлечение финансовых ресурсов

3.1 Андеррайтинг

3.2 Реструктуризация бизнеса через слияния и поглощения

###### 3.3 Брокерские услуги

###### 3.4 Услуги по управлению портфелями

###### 3.5 Дипозитарно-кастодиальные услуги

###### 3.6 Аналитические исследования и предоставление рекомендаций клиентам

3.7 IPO

Заключение

Список литературы

**Введение**

Правительство РФ последовательно проводит политику, направленную на активизацию инвестиционной деятельности в стране. Эта политика исходит из того, что для оживления экономики необходим приток средств частных инвесторов, прежде всего корпоративного национального капитала, сумевшего адаптироваться к условиям рынка и способного обеспечить высокую отдачу от инвестируемых средств.

Состояние инвестиционной деятельности в настоящее время характеризуется сохраняющимися крайне ограниченными возможностями внутренних накоплений в стране. Частные инвесторы не могут в полной мере компенсировать нехватку капиталовложений для преодоления экономического спада. Повышение инвестиционной активности во многом зависит от результативности формируемой в настоящее время институциональной среды для инвестиционной деятельности, предполагающей внедрение эффективных форм организации инвестиционного процесса, в том числе создание инвестиционных банков и компаний.

Сегодня от эффективности инвестиционной политики зависят состояние производства, положение и уровень технической оснащенности основных фондов предприятий народного хозяйства, возможности структурной перестройки экономики, решение социальных и экологических проблем.

В связи с такой ситуацией выбранная тема становится особенно актуальной. Для успешного функционирования на современном рынке различные компании все чаще обращаются к профессиональным услугам инвестиционных организаций, таких как банки или инвестиционные компании.

Таким образом, целью данной работы является подробное рассмотрение операций и услуг, предоставляемых инвестиционными банками и компаниями, а также дать общие понятия и характеристики упомянутых институтов.

Операции для рассмотрения:

* привлечение финансовых ресурсов (андеррайтинг);
* услуги по реструктуризации бизнеса через слияния и поглощения;
* брокерские услуги на рынке акций, долговых обязательств и производных финансовых инструментов;
* услуги по управлению портфелем ценных бумаг;
* депозитарно-кастодиальные услуги;
* предоставление аналитических материалов и инвестиционных рекомендаций клиентам;
* IPO.

**1. Понятие инвестиционных компаний и их характеристики**

Под инвестициями понимается долгосрочное вложение средств в промышленность, сельское хозяйство и другие отрасли экономики внутри страны и за границей в целях получения прибыли. Прямые инвестиции представляют собой непосредственное вложение средств в производство, приобретение реальных активов. Портфельные инвестиции осуществляются в форме покупки ценных бумаг (портфель ценных бумаг) или предоставления денежных средств в долгосрочную ссуду (портфель ссуд) в национальной или иностранной валюте (валютный портфель). Специфика осуществления частных, государственных, а также иностранных инвестиций регулируется в инвестиционном законодательстве, определяющем основные виды инвестиционной деятельности отдельных хозяйственных образований и защищающем права инвесторов.

В нашей стране согласно законодательству под инвестициями понимаются ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности, в результате которой образуется прибыль или социальный эффект. К подобным ценностям относятся: денежные средства и ценные бумаги, движимое и недвижимое имущество, имущественные права и другие ценности. Участниками инвестиционной деятельности выступают физические и юридические лица, в том числе и иностранного происхождения, а также государства.

Что касается участия в инвестиционной деятельности юридических лиц, то они могут выступать в роли и инвесторов, и вкладчиков, и кредиторов, и покупателей. Это могут быть предприятия, организации, банковские и специализированные кредитно-финансовые учреждения. Именно последние играют весьма существенную роль на рынке инвестиционных услуг, предоставляя широкий набор услуг своим клиентам. Особое значение в этом плане имеет деятельность брокерских и дилерских контор, трастовых и инвестиционных компаний.

Инвестиционные компании (фонды) представляют собой разновидность кредитно-финансовых учреждений, специализирующихся на привлечении временно свободных денежных средств мелких и средних инвесторов путем выпуска собственных ценных бумаг и размещения мобилизованных средств в ценные бумаги иных юридических лиц в целях получения прибыли. Доходы инвестиционной компании в виде дивидендов и процентов распределяются между акционерами (пайщиками), а прибыль, полученная вследствие увеличения стоимости капитала, зачисляется в резервный фонд.

Существует три основных вида инвестиционных компаний: закрытого типа, открытого типа, совместные (взаимные) фонды.

Уставной фонд инвестиционной компании закрытого типа формируется за счет выпуска акций (инвестиционных сертификатов), которые свободно обращаются на рынке, а иногда и котируются на фондовой бирже, и имеют фиксированную величину.

Величина акционерного капитала инвестиционной компании открытого типа постоянно меняется, так как она регулярно эмитирует и размещает на рынке новые партии акций и покупает их предыдущие выпуски. Ценные бумаги, выпущенные инвестиционными компаниями открытого типа, не допускаются к котировке на бирже, в ряде стран таким компаниям запрещается выпускать облигации.

Совместные (взаимные) фонды (денежного рынка) представляют собой особый тип инвестиционной компании, специализирующейся на привлечении средств мелких инвесторов за счет выпуска ценных бумаг небольшого номинала и размещения привлеченных средств в краткосрочные и высоколиквидные активы денежного рынка. Тем самым совместные фонды практически утратили инвестиционную (долгосрочную) ориентацию своих операций.

Инвестиционная компания создается в форме акционерного товарищества или товарищества с ограниченной ответственностью в порядке, установленном для этих товариществ, и осуществляет деятельность по совместному инвестированию согласно.

Инвестиционная компания для осуществления деятельности по совместному инвестированию обязанна создать взаимный фонд, провести регистрацию выпуска инвестиционных сертификатов, опубликовать инвестиционную декларацию и информацию о выпуске ею инвестиционных сертификатов.

Инвестиционная компания получает инвестиционные сертификаты в размере, равном стоимости имущества, переданного ею во взаимный фонд. Инвестиционные сертификаты учредителей хранятся в депозитарии и не могут предъявляться на продажу.

Взаимный фонд является филиалом инвестиционной компании, который образуется по решению ее вышестоящего органа. Решение о создание взаимного фонда считается принятым, если за него проголосовало не менее 3/4 присутствующих акционеров (участников), которые принимают участие в голосовании на общих собраниях инвестиционной компании.

Взаимный фонд имеет отдельный баланс и текущий счет и подлежит государственной регистрации в порядке, предусмотренном для регистрации филиалов субъектов предпринимательской деятельности. На баланс взаимного фонда инвестиционная компания может передавать имущество в виде ценных бумаг и объектов недвижимости. Средства взаимного фонда не могут использоваться на покрытие убытков инвестиционной компании.

Инвестиционная компания получает доходы от деятельности, связанной с совместным инвестированием, соразмерно стоимости имущества, переданного ею во взаимный фонд, если другое не предусмотрено инвестиционной декларацией.

Инвестиционная компания может основывать открытые и закрытые взаимные фонды, которые осуществляют деятельность связанную с совместным инвестированием в порядке, установленном Положением для инвестиционных фондов. Информацию о деятельности взаимного фонда инвестиционная компания обязана подавать общим сборам акционеров (участников) не реже чем раз в год.

Инвестиционная компания ведет учет наличия и оборота имущества каждого взаимного фонда в отдельности от своего имущества. Фонды, которые размещают приватизационные бумаги, обязаны на протяжении 5 лет сохранять документы о всех осуществленных ими соглашениях с приватизационными бумагами.

В случае банкротства инвестиционной компании взыскания на имущество взаимного фонда может быть наложено только после расчетов со всеми участниками взаимного фонда, кроме учредителей. Имущество фонда реализуется исключительно на аукционе. Выручка от продажи направляется на удовлетворение требований кредиторов. Средства, которые остаются после этого, распределяются между участниками соразмерно количеству инвестиционных сертификатов. С согласия участников для расчетов с ними могут использоваться ценные бумаги, которые находятся в активах фондов, кроме инвестиционных сертификатов иных фондов и векселей.

Определяя общеэкономическую суть таких институтов совместного инвестирования, как инвестиционные фонды и инвестиционные компании, необходимо выходить из того, что объединение денежных средств отдельных физических и юридических лиц для дальнейших инвестиций в конкретные проекты, программы, перспективные предприятия нацелены на получение вкладчиками стабильной прибыли. Причем эта прибыль возникает не только благодаря аккумулированию значительных средств, а, прежде всего, за счет высокопрофессиональной деятельности участников инвестиционного процесса.

Главными функциями инвестиционных компаний является диверсификация инвестиций и управление инвестиционным портфелем, в который входят ценные бумаги разных эмитентов и другие виды фондовых инструментов. В соответствии с ситуацией данные финансовые посредники осуществляют покупку-продажу ценных бумаг, перераспределяя капитал в перспективные отрасли и предприятия. Для осуществления этого инвестиционные компании создают специализированную структуру - инвестиционный руководитель, которая действует, как руководитель: распоряжается денежными средствами, формирует портфель инвестиций, выступает представителем и консультантом по вопросам инвестирования, маркетинга. Чаще всего она создается в форме доверительного общества, т.е. структуры, которой инвестиционный фонд или компания доверяет управление инвестиционной деятельностью, управление активами. На фондовом рынке доверительные общества осуществляют представительную деятельность по обслуживанию ценных бумаг (в том числе приватизационных) доверителя в соответствии с договором поручения, заключенного между доверителем и доверительным обществом.

Несмотря на то, что инвестиционные фонды и компании имеют много общего, у последних есть все же существенные отличия. Прежде всего, у такой компании сложнее организационная структура: создание инвестиционной компании сопровождается организацией взаимных фондов, которые выступают дочерними предприятиями самой компании. Кроме того, компания имеет более жесткие требования к уставному фонду (минимальный уставный капитал для инвестиционной компании в 25 раз больше, чем для инвестиционного фонда).

**2. Общие формальные определения инвестиционного банка и его характерные черты**

Термины «инвестиционный банк» и «инвестиционная компания» в Законе нигде не встречаются, хотя были введены в оборот еще в 1991 г. положением «О выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», которое было утверждено постановлением правительства РСФСР №78 от 28 декабря 1991 г.

В англо-русском банковском энциклопедическом словаре Б.Г.Федорова инвестиционный банк определен как банк, специализирующийся на организации выпуска, гарантировании размещения и торговле ценными бумагами; осуществляющий также консультации клиентов по различным финансовым вопросам; при этом он ориентирован в основном на оптовые финансовые рынки (для условий США) или как неклиринговый банк, специализирующийся на средне- и долгосрочных инвестициях в мелкие и средние компании (для условий Великобритании).

Следует отметить, что в разных странах сложились различающиеся между собой терминологические системы. Так, в Великобритании к сути инвестиционного банка больше подходит термин *investment trust (company)*, а не термин *investment bank;* наиболее близко к американскому пониманию такое явление, как инвестиционный банкирский дом (*investment banking house*). Инвестиционный банкирский дом определяют как предприятие, занимающееся торговлей корпоративными и государственными ценными бумагами, прежде всего в форме покупки крупного пакета и дальнейшей продажи этих бумаг инвесторам, а также корпоративным финансированием в форме привлечения капитала под выпускаемые ценные бумаги или в форме предоставления долгосрочного инвестиционного кредита.

В последние годы появилась тенденция сближения американских и английских терминов. Все чаще используются термин «инвестиционный дом» (*investment house*), а также некоторые другие термины.

Из вышеприведенных определений, а также из многих других сведений можно вычленить следующие черты, характерные для инвестиционных банков:

это крупная универсальная коммерческая организация, сочетающая большинство допустимых видов деятельности на рынке ценных бумаг и на некоторых других финансовых рынках;

основная деятельность – привлечение финансовых ресурсов посредством ценных бумаг;

проведение операций, прежде всего на оптовых финансовых рынках;

приоритет имеют средне- и долгосрочные вложения;

основа портфеля – ценные бумаги, при этом большинство инвестиционных банков в наибольшей степени ориентируются на негосударственные ценные бумаги.

Другие институты рынка ценных бумаг ориентируются на выполнение отдельных специализированных операций. При этом им не по силам инвестиционно-банковская деятельность.

Следует отметить, что деятельность по привлечению финансовых ресурсов обычно описывается как инвестиционная банковская деятельность. Самым простым определением инвестиционного банка будет следующее: инвестиционный банк – это финансовый институт, занимающийся инвестиционной банковской деятельностью. Однако такое определение будет не совсем точным. Оно в неявном виде предполагает специализацию данного института на инвестиционной банковской деятельности. Но дело в том, что специализироваться только на инвестиционной банковской деятельности нельзя, ибо осуществление ее возможно только в рамках по-настоящему универсального института, в котором достаточно развиты все другие виды деятельности инвестиционного банка. Деятельность по привлечению финансовых ресурсов невозможна без наличия хорошо организованной и развитой работы по другим направлениям, свойственным инвестиционному банку. Можно сказать, что все другие виды деятельности инвестиционного банка создают основу для развития в рамках этого банка инвестиционной банковской деятельности[[1]](#footnote-1). Кроме того, инвестиционная банковская деятельность является не только наиболее престижным направлением в работе инвестиционного банка, но и наиболее прибыльным. Поэтому все крупные и амбициозные компании на рынке ценных бумаг стремятся к получению проектов по привлечению финансовых ресурсов, т.е. стремятся перерасти в инвестиционный банк.

Именно деятельность по привлечению финансовых ресурсов для своих клиентов через размещение их ценных бумаг является основной, определяющей компанию в качестве инвестиционного банка. В то же время осуществление этой деятельности предполагает наличие многих других видов деятельности, в комплексе формирующих универсальность инвестиционного банка.

В России до самого последнего времени почти никто не называл себя осознанно инвестиционным банком. В некоторых сферах, в которых могли бы работать инвестиционные банки, функционировали инвестиционные компании и коммерческие банки. В то же время, именно инвестиционные компании, становясь крупнее, все более приближаются к понятию инвестиционного банка. Многие крупные инвестиционные компании, намечая стратегические цели дальнейшего развития, формулируют их в виде одной глобальной цели – перерасти в инвестиционный банк, что означает:

- увеличить количество выполняемых услуг, прийти к комплексности услуг для клиентов;

- увеличить количество видов деятельности для выполнения более широкого спектра услуг;

- увеличить собственный капитал (как за счет собственной прибыли, так и за счет объединения с другими инвестиционными компаниями);

- на основе увеличенного размера капитала переходить к более крупным и более длительным инвестиционным проектам на финансовом рынке;

- наращивать клиентскую базу, переходить от обслуживания мелких и средних к обслуживанию крупных клиентов;

- снижать риск инвестиций за счет увеличения диверсификации, повышения профессионализма персонала, роста количества клиентов и других факторов;

- ориентироваться на привлечение финансирования как наиболее рентабельную деятельность, доступную на новом, более высоком уровне развития инвестиционной компании и при возросшем размере капитала.

Достижение этих целей и означает переход от характеристик, свойственных инвестиционным компаниям, к состоянию, описываемому характеристиками, свойственными инвестиционному банку.

К выделению в большинстве стран Запада (прежде всего в США, Японии, Англии и Франции) инвестиционных банков привели разделение труда и специализация в кредитно-банковской сфере. Их главная миссия - служить финансовым мостом, в том числе международным, между промышленным и банковским капиталом, предоставлять все необходимые для взаимодействия услуги. Они обеспечивают хранение ценных бумаг, управляют ими, взимают проценты, дивиденды, задолженности, отвечают на предложения бесплатного распределения акций, гарантируют преимущественные права пайщиков. Эти инвестиционные институты стимулируют финансово-промышленную интеграцию по трем главным направлениям: банковское инвестирование, корпоративное финансирование, финансовый инжиниринг.

Основная задача инвестиционных банков – мобилизация долгосрочного ссудного капитала и предоставление его заемщикам путем выпуска и размещения акций, облигаций и других видов ценных бумаг. Каждая крупная компания имеет, как правило, “свой” инвестиционный банк, услугами которого постоянно пользуется. В настоящее время существуют два основных типа инвестиционных банков. Банки первого типа занимаются исключительно организацией выпуска, размещением и торговлей ценными бумагами, проведением брокерских и дилерских операций с различными финансовыми инструментами (валюты, фьючерсы, опционы и другие производные финансовые инструменты), управлением активами своих клиентов, а также оказывают услуги в сфере корпоративных финансов (реструктуризация бизнеса, сделки по слиянию и поглощению компаний и т.п.). Это, так называемые, классические инвестиционные банки. Инвестиционные банки второго типа, больше известные как банки развития (development banks), занимаются в большинстве своем долгосрочным кредитованием и финансированием инвестиционных проектов своих клиентов, имеющих достаточно длительный период окупаемости. Этот тип инвестиционных банков характерен в основном для континентальных стран Западной Европы и развивающихся рынков (emerging markets).

Обобщая ежегодные отчеты инвестиционных банков, можно вычленить следующий спектр предоставляемых ими услуг:

* привлечение финансовых ресурсов;
* услуги по реструктуризации бизнеса через слияния и поглощения;
* брокерские услуги на рынке акций, долговых обязательств и производных финансовых инструментов;
* услуги по управлению портфелем ценных бумаг;
* депозитарно-кастодиальные услуги;
* предоставление аналитических материалов и инвестиционных рекомендаций клиентам.

Теперь более подробно рассмотрим основные услуги и виды деятельности классического инвестиционного банка и инвестиционной компании.

**3. Привлечение финансовых ресурсов**

Суть этой услуги состоит в следующем. Клиент инвестиционного банка нуждается в получении финансовых ресурсов на продолжительный срок (для реконструкции предприятия или для освоения нового бизнеса). Так как этот клиент не занимается профессиональной деятельностью на финансовом рынке, он обращается за помощью к инвестиционному банку. Инвестиционный банк помогает клиенту привлечь финансовые ресурсы, т.е. разрабатывает механизмы и инструменты привлечения финансовых ресурсов и находит конечных инвесторов.

Следует отметить, что деятельность по привлечению финансовых ресурсов (capital raising activities) обычно описывается как инвестиционно-банковская деятельность (investment banking). Термин investment banking появился в США в конце 19-го века – после того, как банки стали полностью выкупать на себя новые выпуски ценных бумаг для последующей продажи конечным инвесторам от своего имени. Этот термин основан на двух других понятиях: loan contracting (содействие в заключении договоров займа) и securities syndication (создание консорциумов по размещению ценных бумаг). И именно инвестиционно-банковская деятельность, то есть деятельность по привлечению финансовых ресурсов для своих клиентов путем организации выпуска и размещения их ценных бумаг на рынке, является основной, определяющей данный финансовый институт в качестве классического инвестиционного банка. Классические инвестиционные банки в процессе своей инвестиционной деятельности выступают очень часто андеррайтерами по размещению прежде всего долговых обязательств, поскольку имеют тесные контакты как с корпорациями и правительственными структурами, так и с крупными клиентами, желающими надежно и выгодно разместить свои средства. А все другие виды деятельности создают необходимые предпосылки для успешного осуществления этой основной деятельности.

**3.1** **Андеррайтинг как основной вид деятельности**

Основной функцией инвестиционных банков, определяющей их сущность, является посредническая функция на рынке капиталов. Иными словами в основе его деятельности лежит мобилизация долгосрочного ссудного капитала и предоставление его заемщикам путем выпуска и размещения ценных бумаг. Основываясь на таком определении, посредническую функцию можно разделить на две части. Первая функция будет заключаться в организации эмиссии ценных бумаг для клиентов (государства или корпораций), нуждающихся в капитале, и гарантирование в той или иной форме их размещения на первичном рынке. Иначе данный вид услуг называют **андеррайтингом**. Вторая функция представляет собой продажу ценных бумаг на вторичном рынке. При выполнении такой функции инвестиционные банки действуют как брокеры или дилеры при покупке и продаже ценных бумаг (данный вид деятельности будет рассмотрен ниже).

Для инвестиционных банков традиционным видом деятельности является андеррайтинг. Сам этот термин underwriting возник во времена становления морского страхования, когда купец в качестве третьей стороны ставил свою подпись (write) под (under) суммой и слагаемыми риска, которые он согласен был покрыть.

В настоящее время андеррайтинг означает организацию эмиссии ценных бумаг для клиента, являющегося эмитентом ценных бумаг, и гарантирование в той или иной форме их размещения на первичном рынке.

Андеррайтер – участник рынка ценных бумаг или их группа, обслуживающая, гарантирующая эмиссию ценных бумаг эмитента и осуществляющая их покупку для дальнейшей перепродажи инвесторам.

Обычно андеррайтинг осуществляет не один профессиональный участник рынка ценных бумаг, а их группа, то есть создается эмиссионный (андеррайтинговый) синдикат. Эмиссионный синдикат не является юридическим лицом, это временное объединение участников рынка для выполнения одной задачи – размещение определенного выпуска ценных бумаг.

Инвестиционный банк, создавший синдикат, называется лид-менеджером или ведущим менеджером. Он рассылает потенциальным участникам синдиката специальное резюме-приглашение. Данный документ поступает к адресатам, в частности, по каналам этой организации, а также через другие информационные системы. Не являясь юридическим приглашением к участию в сделке, резюме-приглашение тем не менее содержит довольно полную информацию о выпуске, достаточную для принятия банками решения, и предваряет более формальный документ-телекс – приглашение, которое уже представляет собой официально подписываемый уполномоченными представителями соуправляющих контракт на андеррайтинг. После подписания данного обязательства и возвращения его генеральному управляющему тот специальным телексом о распределении ценных бумаг извещает участника синдиката об объеме пакета ценных бумаг, который будет выделен при первичном размещении.

Между банками – членами синдиката и эмитентом заключается специальное соглашение о подписке или андеррайтинговый договор, регламентирующее выпуск ценных бумаг и получаемое за это вознаграждение.

Порядок взаимодействия инвестиционных институтов в рамках консорциума определяется многосторонним соглашением. Это соглашение устанавливает цели консорциума (не только выпуск и первичное размещение ценных бумаг, но и введение их в биржевой оборот, поддержание их курса и т. д.), состав его участников, порядок распределения прибылей и убытков, ответственность участников консорциума и продолжительность его действия. При заключении этого соглашения члены синдиката и эмитент дают генеральному управляющему доверенность на право действовать от их имени на рынке. Распределение ролей в консорциуме можно проследить в специальном рекламном объявлении о предложении акций. Возможны варианты:

• несколько лид-менеджеров образуют так называемую группу ко-лид-менеджеров. Совмещение деятельности лид-менеджера с брокерской функцией (непосредственная продажа бумаг) возможно лишь в случае размещения ценных бумаг на внутреннем рынке;

• инвестиционный банк, работающий непосредственно с компанией-эмитентом и отвечающий за ведение дел внутри синдиката, а также за окончательную выплату средств от имени синдиката, называют букранером (bookrunner) эмиссией или распорядителем книги;

• частью консорциума (или самостоятельной единицей, работающей в согласии с последним) может быть группа по продаже, занимающаяся поиском потенциальных покупателей. После достижения целей, установленных консорциальным соглашением, консорциум может быть распущен. Однако, если в соглашение включаются долгосрочные цели, то роспуск консорциума может быть не обязательным.

На современном фондовом рынке выбор андеррайтера является важной частью подготовки эмиссии ценных бумаг. Компания, планирующая выпуск ценных бумаг, должна выбрать такого андеррайтера, квалификация и опыт которого в наибольшей степени отвечали бы его запросам.

Привлечение андеррайтера для осуществления эмиссии не является обязательным. Однако для эмитента, не обладающего достаточным опытом работы на рынке ценных бумаг и не владеющего техникой эмиссии ценных бумаг, использование услуг инвестиционного банка для размещения ценных бумаг является гарантией успешной эмиссии.

Эмиссия ценных бумаг по поручению эмитента (андеррайтинг) включает следующие этапы:

1. Оценка инвестиционной привлекательности проекта.
2. В ходе оценки изучаются правовая сторона операции (право общества выпустить ценные бумаги), экономическая (экономическое состояние эмитента, цель выпуска) и техническая (если речь идет о промышленном обществе). Комплекс мер, осуществляемый инвестиционным банком для проверки и Подготовки материалов о правовых аспектах финансово-хозяйственной деятельности эмитента, называется due diligence. В ходе due diligence лид-менеджер организует ряд встреч, на которые приглашается управляющая группа андеррайтеров с целью обсуждения планов эмиссии и выполнения финансовых условий.
3. Подготовка эмиссии данный этап кроме переговоров с эмитентом о виде, объеме и условиях последней включает в себя подготовку документов, необходимых для выпуска ценных бумаг. К последним относятся:

-решение о выпуске ценных бумаг - это отдельный самостоятельный документ, содержащий данные о виде и категории эмиссионных ценных бумаг, номинальной стоимости и правах владельца каждой ценной бумаги, количестве ценных бумаг этого выпуска, порядке размещения, обязательствах эмитента обеспечить права владельцев ценных бумаг. Составляется он в трех экземплярах: один экземпляр хранятся у регистрирующего органа, а два других экземпляра выдаются эмитенту. В случае, если ведение реестра владельцев именных эмиссионных ценных бумаг эмитента осуществляется регистратором, а также в случае, если размещаемые эмитентом эмиссионные ценные бумаги на предъявителя являются эмиссионными ценными бумагами с обязательным централизованным хранением, один экземпляр решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг передается эмитентом на хранение регистратору или депозитарию, осуществляющему обязательное централизованное хранение. Однако, прежде чем оформить такой документ компетентный орган эмитента должен Принять решение о размещении ценных бумаг, -а именно одно из следующих решений: решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций, решение о размещении облигаций компетентным органом.

Проспект эмиссии - документ, текст которого содержит:

- данные об эмитенте (его учредители, структура управления с перечнем членов совета директоров, список аффилированных лиц, принадлежность к финансово-промышленным группам, его филиалы и представительства, описание основных видов деятельности, инвестиционная декларация, существенные договора и обязательства эмитента);

- данные о финансовом положения эмитента (годовые бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента за три финансовых года, предшествующих дате принятия решения о выпуске ценных бумаг, данные об уставном капитале эмитента, отчет о предыдущих выпусках ценных бумаг); - сведения о размещаем ценных бумагах, информация в котором дублирует информацию, содержащуюся в решении о выпуске ценных бумаг.

*Сертификат ценных бумаг*

Отчет об итогах выпуска ценных бумаг - документ, предоставляемый в регистрирующий орган после окончания размещения и содержащий информацию о количестве размещенных ценных бумаг, о фактической цене размещения, сумме эмиссионного дохода, крупных акционерах.

1. Прием и выкуп ценных бумаг у эмитента.

В современной инвестиционно-банковской практике используются три основных типа соглашений о размещении новых выпусков ценных бумаг, при которых компания-эмитент принимает на себя весь риск или часть риска колебания рынка.

Андеррайтинг бывает следующих видов:

* + Андеррайтинг на базе твердых обязательств. При данном соглашении андеррайтер берег на себя обязательство выкупить у эмитента весь выпуск целиком. В случае неразмещения эмиссии он принимает на себя финансовые риски за непроданные ценные бумаги, также его потери будут значительными, если на вторичном рынке цена на ценные бумаги понижается. Для эмитента этот тип соглашений наиболее предпочтителен, поскольку эмитент освобождает себя от риска, связанного с размещением выпуска. Но в силу высоких рисков для андеррайтера эмитенту приходится терять часть доходов, делая скидку с оговоренного эмиссионного курса при продаже выпуска инвестиционному банку. Соглашения такого типа используются для размещения высококачественных эмиссий.
	+ Частичный выкуп (распространение с гарантией выкупа). В этом случае банк выкупает лишь часть эмиссии и гарантирует выкуп за свой счет недоразмещенный им среди инвесторов в течение оговоренного срока остаток эмиссии.
	+ Андеррайтинг на базе лучших усилий. По данному соглашению андеррайтер берет на себя обязательство приложить все возможные усилия для размещения ценных бумаг, но не берет обязательства выкупать недораспространенную часть выпуска. Непроданные ценные бумаги возвращаются эмитенту. Сторонним инвесторам цепные бумаги продаются от имени эмитента. Инвестиционный банки в данном случае действует как агент, пытающийся продать ценные бумаги по желаемой цене и получающий комиссионные от проданных ценных бумаг. Причем, если за определенный период времени часть акций остается непроданной, на инвестиционный банк налагается штраф. Такой вид андеррайтинга обычно используется, когда инвестиционный банкир и компания-клиент не могут договориться по поводу размера или условий выпуска.

Этот тип соглашения используется как для очень сильных, так и очень слабых выпусков, а также для продажа ценных бумаг недавно возникших компаний. Существуют различные модификации этого соглашения: а) “все или ничего”, б) “минимальная сумма или ничего’. Подтверждение сделок не происходит до тех пор, пока в первом случае не будет размещен весь выпуск, а во втором - заранее оговоренная часть выпуска (например, 50%). Использование такого типа соглашения позволяет эмитенту выяснять, удастся ли ему привлечь капитал в необходимом размере. Это касается, прежде всего, компаний с неустойчивым финансовым положением, а также молодых фирм. В случае неудачи размещения выпуска, эмитенту придется обратиться к альтернативным источникам финансирования.

1. Предварительное информирование потенциальных инвесторов Инструментами этой процедуры служат меморандум о продаже (инвестиционное предложение) и роуд-шоу (road show). Следующие важнейшие категория информации должны обязательно включены в инвестиционное предложение: Резюме - краткое описание всего документа, где необходимо кратко и убедительно доказать потенциальному инвестору, что эмитент конкурентоспособен и имеет значительный потенциал развития.

• Хронологическая история компании, начиная от даты основания до текущего момента времени; основные события, происшедшие в компании. Данный раздел должен быть логично увязая с потребностями в финансирования, например если в прошлом компания имела успех и планирует обеспечить рост за счет расширения бизнеса, то это должно быть ясно продемонстрировано в инвестиционном предложении.

• Описание существующих продуктов и/или услуг с указанием важнейших конкурентных преимуществ (избегая сложные технические термины), систем их продвижения

• Организационно-структурная схема компании

• Описание отрасли и рынка сбыта продукции м/ или услуг. При этом рекомендуется использовать вторичные информационные источники - отчеты независимых консультационных фирм об исследованиях рынка, опубликованные отраслевые прогнозы.

• Финансовые результаты работы компании в предыдущие отрезки времени, включая баланс, отчет о прибылях и убытках с комментариями, поясняющими объяснения в объеме продаж, валовой прибыли и т.д.

• Факторы риска, с которыми компания может столкнуться в процессе осуществления хозяйственной деятельности с указанием стратегия по их снижению. Описанное выше инвестиционное предложение также называют красная селедка (геd herring) по цвету специальной надписи на первой странице проспекта, оговаривающей специальный статус документа. В верхней части данного документа, как правило, располагается логотип компании, чуть выше над ним — незаполненные места для даты предложения и количества акций или облигаций, участвующих в размещении. Помимо этого, на обложке инвестиционного меморандума также должны быть проставлены имена ведущих андеррайтеров и со-менеджеров.

Роуд-шоу (road show) представляет собой ряд презентаций в крупных финансовых центрах, позволяющий инвесторам познакомиться с финансовым состоянием эмитента, последних событиях и тенденциях, затрагивающих его экономическое положение. На данном этапе важно уделить должное внимание предпочтениям инвесторов (investor relations). Под ним условно понимается использование информационных каналов и публичной коммуникационной деятельности для достижения требуемой ответной реакции инвесторов (как правило, такой реакцией является повышение внимание инвесторов к ценным бумагам эмитента). Фактически, investor relations - это специфическая форма маркетинга - маркетинга инвестиционных идей, в ходе которого требуется не просто раскрыть информацию, а профессионально и четко показать существующие риски, слабые и сильные стороны эмитента. Три основные цели, которые ставятся при реализации программы взаимоотношений с инвесторами:• Убеждение желаемого круга потенциальных инвесторов в том, что ценные бумаги данного эмитента являются для них привлекательными; • Достижение наиболее благоприятной цены ценных бумаг; • Создание благоприятной среды для операций с ценными бумагами данного эмитента и будущих капитальных вложений для достижения указанных целей может быть намечена серия взаимосвязанных действий: изучение внутреннего и внешнего восприятия эмитента как объекта для инвестиции, определение круга реальных и потенциальных инвесторов, организация встреч руководитель ей фирмы-эмитента с членами инвестиционного сообщества, проведение инвестиционных конференций, работа со средствами массовой информации.

1. Размещение ценных бумаг среди инвесторов. Осуществление этого этапа возможно путем публичного размещения, так как частное размещение проводится среди заранее известных эмитенту инвесторов (надобность андеррайтера в части размещения бумаг отпадает). На практике могут применяться следующие формы открытого размещения:

• Открытая подписка. При таком способе консорциум публикует зарегистрированный проспект эмиссии, в котором потенциальным инвесторам предлагается направить банкам синдикаты в определенные сроки заявки не приобретение ценных бумаг. По истечению этих сроков подсчитывается количество запрошенных инвесторами бумаг и осуществляется их распределение. В распределение поступают ценные бумаги, выданные консорциуму. Если число превысило объем эмиссии, то подписчики получат меньше ценных бумаг.

• Конкурсная подписка. При этом случае курс размещения заранее не фиксируется. Инвесторам предлагается Возможность внести свои предложения относительно курса. Окончательный курс рассчитывается на основе анализа этих предложений. Неправильно рассматривать андеррайтинг ценных бумаг только как услуги по подготовке эмиссии ценных бумаг, их размещение или гарантирование размещения ценных бумаг. Андеррайтер также осуществляет послерыночную, аналитическую и исследовательскую поддержку ценных бумаг.

Послерыночная поддержка ценных бумаг означает, что андеррайтер берет на себя обязательство по поддержке курса этих ценных бумаг на фондовом рынке как во время первичного размещения, так и после его завершения. Андеррайтер сдерживает цены, чтобы не допустить ситуации, когда бумаги на вторичном рынке можно купить дешевле, чем при их первичном размещении. Для этого создается группа маркет-мейкеров - участников торговли; способных поддерживать минимальные спрэды на торгуемые бумаги и предотвращать временную потерю ликвидности, когда рынок находится в стадии низкой конъюнктуры. Такая начальная поддержка бумаг может продолжаться (по законодательству США) а течение максимум 10 дней с начала их официальной продажи. На количество покупаемых таким образом бумаг накладывается ограничение, которое, как правило, содержится в соглашении, заключаемом при формировании эмиссионного синдиката.

Оказание аналитической и информационной поддержки ценных бумаг консультантом-андеррайтером состоит в постоянном отслеживании конъюнктуры рынка, состоянии факторов, влияющих на рынок в целом и на курс данных ценных бумаг.

Необходимо заметить, что указанные этапы не обязательны для исполнения каждым андеррайтером. Выполнение тех или иных этапов оговаривается в зависимости от потребности в их исполнении деятельности.

###### 3.2 Реструктуризация бизнеса через слияния и поглощения

В рыночной экономике у хозяйствующих субъектов время от времени возникают кризисные ситуации, связанные с несоответствием размера и/или структуры компании требованиям рынка. Услуги по слияниям и поглощениям включают поиск компании для покупки (либо продажи) за счет конкретной фирмы, которая хочет нарастить балансовую мощь или осуществить стратегию роста. Получив официальное поручение на приобретение (реализацию), инвестиционный банк проводит необходимые переговоры, юридически оформляет сделку и часто даже финансирует ее. Он может получить в ней долю, но обычно ограничивается комиссией, которая состоит из фиксированной части и переменной, выплачиваемой лишь в случае успеха. Нередко стороны договариваются лишь о твердом минимуме при успешной трансакции, чтобы гарантировать инвестиционному банку доход в случае, если цена продажи нулевая или очень низкая из-за больших долгов и покупатель довольствуется только получением пассивов.

В этом случае владельцы данного бизнеса могут принять решение об уходе с определенного рынка либо о соединении своего капитала с другим капиталом; либо они захотят купить компанию, которая или является их конкурентом, или производит необходимую им продукцию. Для того чтобы поглотить чужую компанию, в большинстве случаев требуется купить контрольный пакет ее акций. Поскольку на таких операциях в основном специализируются инвестиционные банки, клиенты обращаются именно к ним.

Однако, деятельность по покупке/продаже отдельных компаний не тождественна слияниям и поглощениям. Деятельность классического инвестиционного банка в сфере слияний и поглощений может быть подразделена на следующие составляющие:

* консалтинговая деятельность по определению оптимального варианта реструктуризации бизнеса;
* привлечение финансовых ресурсов для осуществления слияний и поглощений;
* аккумулирование на рынке крупных пакетов акций по заказу клиента (покупка крупных пакетов), а также продажа крупных пакетов;
* реструктуризация отдельной компании и продажа ее частей;
* выработка и осуществление эффективной защиты клиента от поглощения.

Для успешного осуществления подобного вида деятельности инвестиционному банку необходимо обладать значительным свободным капиталом. Так, например, когда компания Texas Utilities объявила о намерении купить контрольный пакет акций компании Energy Group, известный американский инвестиционный банк Merrill Lynch не ограничился только предоставлением консультаций и разработкой детального плана сделки, но и ссудил покупателю 2 млдр. долларов из собственного капитала.

В российской экономической практике можно выделить ряд характерных операций по переходу контроля над компаниями. Большинство российских компаний были образованы в процессе акционирования и приватизации. Приватизация ряда компаний происходила путем их выделения из определенных государственных структур и их возмездной передачи в состав частных структур. Данный факт позволяет рассматривать приобретение компаний в процессе приватизации как полноценный элемент стратегии слияний и поглощений, продолжающий иметь большое значение в современных российских условиях. В соответствии с российской моделью существовало три варианта приватизации.

Согласно первому варианту трудовому коллективу безвозмездно передавалось 25% привилегированных акций предприятия. Трудовой коллектив также имел возможность приобрести на льготных условиях 10% обыкновенных акций. Администрация имела право на безвозмездное приобретение 5% обыкновенных акций. 29% обыкновенных акций продавалось на ваучерных аукционах, а оставшийся 31% реализовывался на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах.

По второму варианту приватизации преимущественное положение имел трудовой коллектив, которому на льготных условиях продавался 51% обыкновенных акций, 29% продавалось на ваучерных аукционах, 20% реализовывалось на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах. Третий вариант приватизации предусматривал продажу 20% обыкновенных акций группе работников предприятия, которые взяли на себя ответственность за реорганизацию предприятия. Еще 20% акций продавалось на льготных условиях всему трудовому коллективу. 29% акций продавалось на ваучерных аукционах, а оставшийся 31% реализовывался на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах как в первом варианте. По первому варианту было приватизировано 24% крупных предприятий, по второму — 75%, по третьему — 1%9. Такое распределение объясняется тем фактом, что решение о выборе варианта приватизации принималось трудовыми коллективами, получавшими наибольшие льготы именно при втором варианте.

Характерным видом сделок по переходу корпоративного контроля можно назвать участие в денежных аукционах и инвестиционных конкурсах, по существу мало отличающихся друг от друга из-за ряда льгот, позволяющих избежать выполнения инвестиционных условий, и участие в ваучерной приватизации при условии концентрации определенной суммы ваучерных чеков. Определенными направлениями развития данного вида сделок в будущем можно считать приобретение крупных пакетов акций на аукционах, спецаукционах, что закреплено новой редакцией закона «О приватизации», предусматривающем также размещение производных ценных бумаг, принадлежащих государству, на западных рынках.

Другим видом сделок, характерным для России, можно считать аккумулирование долгов поглощаемой компании и конвертация их в акции компании в процессе банкротства. При проведении процедуры банкротства возможно подписание мирового соглашения, по которому кредитор получает свой долг акциями предприятия. При определенной заинтересованности в поглощении компании достаточно легко возбудить процедуру банкротства, учитывая значительную обремененность большинства российских компаний долгами, а затем конвертировать долги в акции. В соответствии со ст. 3 и 5 Закона «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 года основанием для подачи заявления в арбитражный суд о признании предприятия-должника банкротом считается неоплата в течение трех месяцев денежных обязательств в размере, превышающем 500 минимальных размеров оплаты труда (МРОТ). Для избежания банкротства многие компании готовы продать имеющиеся в их собственности контрольные пакеты акций других предприятий либо заключить мировое соглашение.

В основе российской экономики на современном этапе лежат различные интегрированные групповые объединения компаний (интегрированные корпоративные структуры), которые представляют большой интерес для научного изучения слияний и поглощений, во-первых, поскольку они являются основными субъектами процессов слияний и поглощений, а, во-вторых, образование групповых объединений имеет свою внутреннюю логику, которая диктует большинство процессов поглощения, происходящих в России.

*Механизм слияний и поглощений компаний*

Для того, чтобы слияние или поглощение прошло успешно, необходимо:

- правильно выбрать организационную форму сделки;

- обеспечить четкое соответствие сделки антимонопольному законодательству;

- иметь достаточно финансовых ресурсов для объединения;

- в случае слияния быстро и мирно решить вопрос “кто главный”;

- максимально быстро включить в процесс слияния не только высший, но и средний управленческий персонал.

Возможны следующие организационные формы слияний и поглощений компаний:

- объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что одна из участниц сделки принимает на свой баланс все активы и все обязательства другой компании. Для применения такой формы необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров компаний, которые участвуют в сделке (уставы корпораций и законы иногда устанавливают более высокую долю голосов, необходимых для одобрения сделки);

- объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что создается новое юридическое лицо, которое принимает на свой баланс все активы и все обязательства объединяемых компаний. Для применения такой формы, также как и для предыдущей, необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров объединяемых компаний;

- покупка акций компании либо с оплатой в денежной форме, либо в обмен на акции или иные ценные бумаги поглощающей компании. В этом случае инициатор сделки может вести переговоры с акционерами интересующей его компании на индивидуальной основе. Одобрение и поддержка сделки менеджерами поглощаемой компании в этом случае не обязательны;

- покупка некоторых или всех активов компании. При этой организационной форме в отличие от предыдущей необходима передача прав собственности на активы, и деньги должны быть выплачены самой компании как хозяйственной единице, а не непосредственно ее акционерам.

Сделки по слиянию и поглощению компаний могут быть осуществлены следующим образом:

- компания Х покупает активы компании У с оплатой в денежной форме;

- компания Х покупает активы компании У с оплатой ценными бумагами, выпущенными компанией-покупателем;

- компания Х может купить контрольный пакет акций компании У, став при этом холдингом для компании У, которая продолжает функционировать как самостоятельная единица;

- проведение слияния компании Х и компании У на основе обмена акциями между ними;

- компания Х сливается с компанией У и в результате образуется новая компания Z. Акционеры компаний Х и У в определенной пропорции обменивают свои акции на акции компании Z.

Для того, чтобы слияние прошло успешно, еще при его планировании необходимо учесть требования антимонопольного законодательства. Все крупные слияния и поглощения подвергаются контролю уже на самых ранних этапах. В США, например, и Министерство юстиции, и Федеральная торговая комиссия наделены правом требовать постановления суда, приостанавливающего слияние. Правда, за последние годы на основе антимонопольного законодательства было отменено всего несколько сделок по слиянию, но такая угроза существует постоянно.

Поглощение компании может оказаться сделкой как подлежащей налогообложению, так и освобожденной от налогов. Если акционеры поглощаемой компании рассматриваются налоговыми органами как продавцы акций, то они должны платить налог на приращение капитала. Если же акционеров поглощаемой компании рассматривают как лиц, обменивающих старые акции на такие же новые, то ни прирост, ни потери капитала в этом варианте не принимаются во внимание.

Налоговый статус данной сделки оказывает влияние и на величину налогов, которые компания платит уже после поглощения. При признании сделки налогооблагаемой происходит переоценка активов присоединенной компании, и возникающее повышение или понижение их стоимости рассматривается как прибыль или убыток, подлежащие налогообложению. В случае признания самой сделки не подлежащей налогообложению объединенная компания рассматривается так, как если бы обе слившиеся компании существовали вместе вечно, поэтому сама сделка уже ничего не меняет в применении к ним налогового механизма.

*Основные мотивы слияния и поглощений компаний*

Теория и практика современного корпоративного менеджмента выдвигает достаточно много причин для объяснения слияний и поглощений компаний. Выявление мотивов слияний очень важно, именно они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. А рост капитализированной стоимости объединенной компании является целью большинства слияний и поглощений.

Анализируя мировой опыт и систематизируя его, можно выделить следующие основные мотивы слияний и поглощений компаний (рис. 2).

***Получение синергетического эффекта.*** Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т.е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергетический эффект в данном случае может возникнуть благодаря:

- экономии, обусловленной масштабами деятельности;

- комбинирования взаимодополняющих ресурсов;

- финансовой экономии за счет снижения трансакционных издержек;

- возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии);

- взаимодополняемости в области НИОКР.

*Рис. 1. Основные мотивы слияний и поглощений компаний.*

***Экономия, обусловленная масштабами***, достигается тогда, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства продукции. Один из источников такой экономии заключается в распределении постоянных издержек на большее число единиц выпускаемой продукции. Основная идея экономии за счет масштаба состоит в том, чтобы выполнять больший объем работы на тех же мощностях, при той же численности работников, при той же системе распределения и т.д. Иными словами, увеличение объема позволяет более эффективно использовать имеющиеся в наличии ресурсы. Однако надо помнить, что существуют определенные пределы увеличения объема производства, при превышении которых издержки на производство могут существенно возрасти, что приведет к падению рентабельности производства.

Слияния и поглощения компаний могут порой обеспечивать экономию, полученную за счет централизации маркетинга, например, через объединение усилий и придание гибкости сбыту, возможности предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов, использовать общие рекламные материалы.

Получение экономии, обусловленной масштабами деятельности, особенно характерно для горизонтальных слияний. Но и при образовании конгломератов порой возможно ее достижение. В этом случае добиваются экономии, обусловленной масштабами, за счет устранения дублирования функций различных работников, централизации ряда услуг, таких как бухгалтерский учет, финансовый контроль, делопроизводство, повышение квалификации персонала и общее стратегическое управление компанией.

Но при этом необходимо отметить, что интегрировать поглощаемую компанию в действующую структуру обычно чрезвычайно сложно. Поэтому некоторые компании после слияния продолжают функционировать как совокупность отдельных и иногда даже конкурирующих подразделений, имеющих разную производственную инфраструктуру, научно-исследовательские и маркетинговые службы. Даже экономия за счет централизации отдельных функций управления может оказаться недостижимой. Сложная структура корпорации, прежде всего, конгломератного типа, наоборот, способна привести к увеличению численности административно-управленческого персонала.

Слияние может оказаться целесообразным, если две или несколько компаний располагают *взаимодополняющими ресурсами.* Каждая из них имеет то, что необходимо для другой, и поэтому их слияние может оказаться эффективным. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до слияния, так как каждая приобретает то, что ей не хватало, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно.

Слияния, с целью получить взаимодополняющие ресурсы, характерны как для крупных фирм, так и для малых предприятий. Зачастую объектом поглощения со стороны крупных компаний становятся малые предприятия, так как они способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешного функционирования. Малые предприятия создают подчас уникальные продукты, но испытывают недостаток в производственных, технических и сбытовых структурах для организации крупномасштабного производства и реализации этих продуктов. Крупные компании, чаще всего, сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но можно гораздо дешевле и быстрее получить к ним доступ, осуществив слияние с компанией, которая их уже производит.

***Мотив монополии***. Порой при слиянии, прежде всего, горизонтального типа, решающую роль играет (гласно или негласно) стремление достичь или усилить свое монопольное положение. Слияние в данном случае дает возможность компаниям обуздать ценовую конкуренцию: цены из-за конкуренции могут быть снижены настолько, что каждый из производителей получает минимальную прибыль. Однако антимонопольное законодательство ограничивает слияния с явными намерениями повысить цены. Иногда конкуренты могут быть приобретены и затем закрыты, потому что выгоднее выкупить их и устранить ценовую конкуренцию, чем опустить цены ниже средних переменных издержек, заставляя всех производителей нести существенные потери.

Выгоды от слияния могут быть получены в связи с экономией на дорогостоящих работах *по разработке новых технологий и созданию новых видов продукции, а также на инвестициях в новые технологии и новые продукты.* Одна фирма может иметь выдающихся исследователей, инженеров, программистов и т.д., но не обладать соответствующими производственными мощностями, сетью реализации, необходимыми для извлечения выгоды от новых продуктов, которые ими разрабатывались. Другая компания может иметь превосходные каналы сбыта, но ее работники лишены необходимого творческого потенциала. Вместе же обе компании способны плодотворно функционировать. Через слияния могут быть также соединены передовые научные идеи и денежные средства, необходимые для их реализации.

Молодые передовые в технологическом отношении отрасли, связанные с производством и использованием наукоемкой продукции, технологических новинок, сверхсложной техники, становятся главной сферой интересов слияний.

***Повышение качества управления. Устранение неэффективности.*** Слияния и поглощения компаний могут ставить своей целью достижение дифференцированной эффективности, означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.

При желании всегда можно найти компании, в которых возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными, компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т.е. компании, имеющие неэффективный аппарат управления. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях “более эффективное управление” может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании.

Практика подтверждает, что объектами поглощений, как правило, оказываются компании с невысокими экономическими показателями. Исследования показывают, что в поглощенных компаниях фактические нормы доходности были относительно низкими в течение нескольких лет до их присоединения к другим фирмам.

Безусловно, слияния и поглощения не следует считать единственно возможным средством совершенствования методов управления. Конечно, если реструктуризация позволит повысить качество управления, то это само по себе достаточно веский аргумент в ее пользу. Однако, порой можно переоценить свои возможности управлять более сложной организацией и иметь дело с незнакомыми технологиями и рынками. Тем не менее в некоторых ситуациях именно эти процедуры представляют собой наиболее простой и рациональный способ повышения качества управления. Ведь менеджеры, конечно же, не станут принимать решения об увольнении или понижении в должности самих себя за неэффективное управление, а акционеры крупных корпораций не всегда имеют возможность непосредственно влиять на решение вопросов о том, кто и как именно будет управлять корпорацией.

***Налоговые мотивы***. Действующее налоговое законодательство стимулирует порой слияния и поглощения, результатами которых являются снижение налогов или получение налоговых льгот. Например, высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

У компании может иметься потенциальная возможность экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом.

Иногда после банкротства и соответствующей реорганизации компания может воспользоваться правом переноса понесенных ею убытков на облагаемую налогом прибыль будущих периодов. Правда, слияния, предпринятые исключительно ради этих целей, Налоговая служба США, например, расценивает как сомнительные, и применительно к ним принцип переноса убытков может быть отменен.

***Диверсификация производства. Возможность использования избыточных ресурсов.*** Очень часто причиной слияний и поглощений является диверсификация в другие виды бизнеса. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и поставщикам, и потребителям (через расширение ассортимента товаров и услуг).

Мотивом для слияния может стать появление у компании временно свободных ресурсов. Допустим, она действует в отрасли, находящейся в стадии зрелости. Компания создает крупные потоки денежных средств, но располагает незначительным выбором привлекательных инвестиционных возможностей. Поэтому часто подобные компании используют образовавшиеся излишки денежных средств для проведения слияний. В противном случае они сами могут стать объектом поглощения другими фирмами, которые найдут применение избыточным денежным средствам.

Этот мотив связан с надеждами на изменение структуры рынков или отраслей, с ориентацией на доступ к новым важным ресурсам и технологиям.

***Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения***. Зачастую проще купить действующее предприятие, чем строить новое. Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов.

Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы. Рыночная стоимость фирмы базируется на ее способности приносить доходы, чем и определяется экономическая ценность ее активов. Если говорить о справедливой оценке, то именно рыночная, а не балансовая стоимость будет отражать экономическую ценность ее активов, а, как показывает практика, рыночная стоимость очень часто оказывается меньше балансовой (инфляция, моральный и физический износ и т.п.).

***Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью (продажа “вразброс”).*** Иначе этот мотив можно сформулировать следующим образом: возможность “дешево купить и дорого продать”. Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана “вразброс”, по частям, с получением продавцом значительного дохода (если активы фирмы могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям другим компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта). В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

***Личные мотивы менеджеров. Стремление увеличить политический вес руководства компании.*** Безусловно, что деловые решения относительно слияния и поглощения компаний основываются на экономической целесообразности. Однако есть примеры, когда подобные решения базируются скорее на личных мотивах управляющих, чем на экономическом анализе. Это связано с тем, что руководители компаний любят власть и претендуют на большую оплату труда, а границы власти и заработная плата находятся в определенной связи с размерами корпорации. Так, стремлению к увеличению масштабов компаний способствовало применение опционов как средства долгосрочного поощрения. Эти опционы составляли значительную часть оплаты менеджеров и были привязаны к стоимости капитала руководимой ими компании. В связи с этим существуют прямые стимулы использовать прибыль на приобретение все новых активов в любых сферах бизнеса.

Иногда причиной слияния компаний является самоуверенность руководителей, считающих, что предполагаемая сделка совершенна. Они проникаются азартом охоты, на которой добыча должна быть настигнута любой ценой. В итоге такие покупатели очень дорого платят за свои приобретения.

Помимо традиционных мотивов интеграции могут встречаться и специфические. Так, слияния для российских компаний представляют собой один из немногих способов противостояния экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов.

Инвестиционные банки Goldman Sachs Group Inc. и Morgan Stanley остались по итогам 2003 года мировыми лидерами по объему сделок по слиянию и поглощению. Крупнейшей сделкой по итогам года стала покупка за $48 млрд. Bank of America Corp. компании FleetBoston Financial Corp.

Объем сделок по слиянию по итогам 2003 года составил $1,18 трлн, что на 4,7% больше чем в 2002 году. Goldman (объем сделок $314 млрд) и Morgan Stanley ($225 млрд) заняли 1-е и 2-е места среди консультантов по сделкам и лидируют на рынке с 2001 года. Таким образом, на долю Goldman приходится 26.7% рынка против 25.1% в прошлом году, Morgan Stanley увеличил свою долю до 19.1% против 17.1% в 2002 году.

Прошлый (2005 год) год был отмечен рядом крупнейших сделок в истории Российской Федерации. Объем российского рынка слияний и поглощений в 2005 году в стоимостном выражении превысил $56 млрд. При том, что в 2004 году этот объем был оценен в $26.9 млрд. Таким образом, можно констатировать более чем двукратный рост. При этом количество сделок, завершенных в 2005 году, превышает 1300 шт., что, однако, не на много больше показателей 2004 года - 1190 сделок. Это означает, что средняя цена сделки в 2005 году выросла до $56.7 млн. по сравнению с $24.8 млн. в 2004 году. В рамках общего объема сделок M&A в России на приобретения российскими компаниями иностранных пришлось $6.4 млрд. (70 сделок). Тогда как сделки, в которых покупателем российских активов выступали иностранные компании, составили $6.9 млрд. (135).

###### 3.3 Брокерские услуги

Инвестиционные банки предоставляют своим клиентам брокерские услуги по самому широкому спектру финансовых инструментов. Кроме традиционных брокерских услуг по покупке/продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиентов, они могут предложить клиентам совершать сделки “на марже”, сделки типа “своп” и другие. У крупных банков брокерские услуги приносят сравнительно небольшую долю общего дохода. Это связано с высоким уровнем конкуренции в данной сфере финансовых услуг.

О высокой конкуренции в данном секторе финансового бизнеса говорит хотя бы тот факт, на пороге 2000-го года крупнейшие инвестиционные банки объявляют о своих проектах по организации торговли акциями и облигациями через интернет. Банкиры, еще несколько лет назад смеявшиеся над возможностями “всемирной паутины”, теперь прикладывают все усилия к завоеванию стратегических плацдармов на интернет-поле. Первым, из наиболее известных инвестиционных банков, на рынок брокерских услуг в интернет вышел Merrill Lynch в июне 1999 года. А уже в декабре три крупнейших дилера на американском рынке облигаций, ведущих непримиримую конкуренцию на “реальном” рынке, объединились в интернете – Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter и Salomon Smith Barney создали сайт, на котором содержится аналитическая информация и данные о ходе торгов облигациями. Все эти интернет проекты организуются с целью дальнейшего снижения издержек и предоставления еще более широкого спектра услуг уже имеющимся клиентам, и привлечения новых, для которых стандартные “телефонные” брокерские услуги были слишком дороги.

Несмотря на низкую рентабельность подобных операций, оказание инвестиционным банком высококачественных и доступных по цене брокерских услуг – это первый шаг к привлечению нового клиента, который в дальнейшем может перейти от потребления брокерских услуг к услугам по доверительному управлению портфелем ценных бумаг, более прибыльным для банка.

###### 3.4 Услуги по управлению портфелями

Клиент инвестиционного банка, обладающий определенным количеством свободных финансовых ресурсов, имеет возможность разместить их на финансовом рынке. Он может сделать это самостоятельно, обращаясь к инвестиционному банку как к брокеру и, используя его рекомендации, а может и доверить размещение и последующее управление своими ресурсами инвестиционному банку. В последнем случае инвестиционный банк не просто продает или покупает ценные бумаги или другие финансовые активы по поручению клиента (что имеет место при осуществлении брокерских операций), а распоряжается финансовыми ресурсами по своему усмотрению, преследуя цель максимизировать доход клиента.

Существует две основные формы управления активами клиентов. В первом случае финансовые ресурсы клиента помещаются на его персональный счет в инвестиционном банке, и банк формирует индивидуальный портфель ценных бумаг, который максимально точно отвечает потребностям клиента. Следует иметь в виду, что активы на таком счете должны быть достаточно большими (несколько сотен тысяч долларов), иначе нельзя будет составить диверсифицированный портфель и эффективность от управления таким счетом будет невысокой. Поэтому, большее распространение получила форма управления с использованием различного рода инвестиционных фондов.

Как правило, крупный инвестиционный банк управляет большим количеством инвестиционных фондов, которые различаются:

* по целям инвестирования (фонды роста, фонды дохода и др.);
* по направлениям инвестиций (фонды денежного рынка, фонды акций, фонды облигаций);
* по способам взаимодействия с инвесторами (открытые, закрытые и интервальные фонды);
* по формам организации (акционерные фонды, паевые фонды, трасты и др.) и другим параметрам.

Каждый фонд является портфелем финансовых инструментов, управление которым и осуществляет инвестиционный банк. Обычно, инвестиционные банки устанавливают минимальные требования к сумме вложений в такие фонды на уровне нескольких сотен долларов, что является доступной суммой практически для каждого.

Кроме того, инвестбанки совершают операции с недвижимостью. При этом они могут выступают в качестве трейдера или инвестора, страховщика или брокера, организатора переговоров или кредитора.

Как уже отмечалось, в ходе дерегулирования финансовой сферы на Западе были демонтированы многие барьеры между коммерческими и инвестиционными банками, паевыми фондами и страховыми компаниями. Деловые банки активно вторгались (напрямую и через филиалы) на розничный рынок банковских услуг — потребительский кредит, ссуды под недвижимость, лизинг. Коммерческие банки столь же активно практикуют финансовый инжиниринг, в том числе через покупку финансовых институтов.

Подобно коммерческим инвестиционные банкиры значительно расширили забалансовые операции (гарантии, поручительство, траст). У многих комиссионные доходы значительно превышают процентные, что как тенденция просматривается во всем мире, включая Россию. По примеру финансовых компаний инвестиционные институты широко предлагают консультирование (особенно по налогам, инвестированию, управлению), посредничество, операции по поручению и за счет третьих лиц.

Экспансия инвестиционных банков распространилась и на страхование. К этому их подталкивает необходимость хеджировать риски на фондовом, валютном, инвестиционном, кредитном и товарном рынках, а также стремление получить на управление ресурсы, портфель инструментов страхования — капитализацию, комиссионные за размещение и часть прибыли от управления фондами. Страховые компании тоже не отказываются от подобной кооперации, надеясь на большие контракты с крупными клиентами.

###### 3.5 Депозитарно-кастодиальные услуги

Классический инвестиционный банк также предоставляет своим клиентам услуги по хранению, опеке, попечительству и учету ценных бумаг клиентов. В большинстве своем такие услуги оказываются в комплексе с брокерскими. Клиенты чаще всего предпочитают хранить бумаги у брокера, что минимизировать затраты времени на расчеты по сделкам. Инвестбанк как депозитарий-кастодиан обязан уметь осуществлять на основе всесторонней информированности о качестве ценных бумаг:

* хранение и ведение счетов ценных бумаг клиентов в любой стране в строгом соответствии с заключенными с ними договорами и их распоряжениями, а также законодательными и нормативными требованиями как в стране, где осуществляется хранение ценных бумаг, так и в странах, где юридически зарегистрирован банк и биржа, совершающая торги с бумагами клиентов;
* проверку подлинности распоряжений (подписи и печати) клиентов на проведение операций с их активами;
* своевременное, точное и полное отражение распоряжений клиента на проведение операций в системе учета, голосование по доверенности;
* своевременное проведение расчетов при исполнении сделок, совершаемых клиентами (как по ценным бумагам, так и по денежным средствам);
* своевременную сверку и устранение разницы в позициях по ценным бумагам клиента в системах внутреннего учета банка, реестродержателей, депозитариев, бэк-офисов клиентов;
* своевременный и точный учет доходов по ценным бумагам клиентов, содействие в освобождении от налогов, возврат налогов;
* своевременный сбор и распределение доходов по ценным бумагам клиентов, изменение структуры их капитала;
* своевременное и точное информирование клиентов о корпоративных действиях эмитентов и выполнение связанных с ними распоряжений клиентов, обеспечение конфиденциальности сведений о клиентах;
* своевременное и точное исполнение корпоративных действий эмитентов, соответствующее оформление бухгалтерской и финансовой отчетности;
* оценку, правильный расчет (или контроль за правильностью расчета) стоимости инвестиционного портфеля и рисков;
* обеспечение защищенности, а также полноты и точности информации, направляемой клиенту;
* ведение ежедневного и точного учета фактов обременения ценных бумаг клиентов.

###### 3.6 Аналитические исследования и предоставление рекомендаций клиентам

Предоставление клиенту рекомендаций чаще всего нельзя рассматривать как отдельный вид деятельности. В большинстве случаев предоставление рекомендаций присутствует в качестве составной части таких услуг, как привлечение финансовых средств, реструктуризация бизнеса через слияния и поглощения, брокерские услуги, управление портфелем. Клиент наибольшим образом заинтересован в рекомендациях инвестиционного банка при обращении к нему как брокеру. В этом случае брокер рекомендует клиенту, какие ценные бумаги имеет смысл покупать и какие продавать, предоставляет аналитические обзоры по рынку, осуществляет детальное исследование потенциального объекта инвестиций.

Нужно отметить, что этот вид деятельности сам по себе, как правило, не приносит прибыли. Напротив, это направление становиться одним из наиболее затратных в инвестиционных банках. Тем не менее, на содержание своих исследовательских отделов банки тратят огромные деньги. Существуют, по крайней мере, две причины такой “любви” к исследовательской деятельности. Во-первых, исследования и рекомендации, предоставляемые клиентам, являются своеобразным “лицом” инвестиционного банка, характеризуют его возможности, указывают на качество услуг этого банка. Лучший способ привлечь клиента – предоставление ему исследований, рекомендаций, оценок рынка, прогнозов. Во-вторых, качественная исследовательская работа лежит в основе успешной деятельности по управлению инвестициями, привлечению финансирования. Чем выше качество аналитической работы в инвестиционном банке, тем крупнее привлекаемые финансовые ресурсы, условия их привлечения – выгоднее, а управление этими активами – выгоднее.

Все инвестиционные банки США стараются действовать как гигантские финансовые супермаркеты, где любому клиенту (как потенциальному потребителю или поставщику ликвидности) предлагается широкая гамма активных и пассивных операций. Фактически только инвестиционные институты располагают самыми крупными и легко мобилизуемыми ресурсами, наилучшим положением на рынке, включая западноевропейский, где некоторые не имеют конкурентов.

Инвестиционные банки в США могут быть различных категорий. Скажем, выступать для своей клиентуры просто депозитарием, работать только на биржевом и розничном рынке. Такие банки могут принадлежать к одной из пяти групп. Например, действовать как общенациональный институт на всех финансовых рынках в каждом регионе Соединенных Штатов. Либо работать как крупная корпорация, которая специализируется на андеррайтинге и фондовой торговле, но не в национальных масштабах. Либо выступать в качестве обычного трейдера и маркет-мейкера (купля-продажа, реклама ценных бумаг). Либо выполнять функции брокера, чистого посредника, получающего до 75 проц. дохода от комиссий и займов по маргинальному счету (счет клиента у брокера, по которому ценные бумаги можно покупать в кредит, внося только маржу. На счете необходимо иметь определенную сумму. В США маргинальные счета регулируются Федеральной резервной системой. Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам, биржами). Наконец, инвестиционный банк может ограничиться ролью дилера.

**3.7 IPO (Initial Public Offering)**

**IPO** (Initial Public Offering), первичное размещение акций — первичное публичное размешение акций акционерной компании, когда компания впервые выходит на открытый рынок и предлагает свои акции широкому кругу инвесторов. Как правило, IPO осуществляется на биржевом рынке. IPO — один из наиболее эффективных и недорогих способов привлечения капитала для развития компании.

Современная история IPO берет начало в 70-хх годах XX века. Настоящий бум IPO связан с выходом на рынок «доткомов» в конце 90-хх годов XX века — в рекордном 1999 на рынок впервые вышли свыше 200 компаний, которые привлекли около $200 млрд.

Как правило, первичное размещение акций проводится с привлечением инвестиционных банков или инвестиционных компаний в качестве андеррайтеров — организаторов размещения. IPO обычно предшествует road-show — серия встреч представителей компании с потенциальными инвесторами, на которых осуществляется презентация компании, основных показателей ее деятельности и характеристик размещения акций.

В российской практике под названием IPO иногда подразумевается и вторичные размещения на рынке пакетов акций (например, публичная продажа пакетов акций действующих акционеров широкому или ограниченному кругу инвесторов).

В 2004—2005 годах в России наблюдается взрывной рост количества IPO. За это время свои акции на российских и западных рынках разместили такие компании, как «Калина», «Иркут», «Седьмой континент», «Лебедянский» и т. д. В ближайшее время намечено проведение рекордного IPO государственной нефтяной компании «Роснефть».

**Основы IPO: процесс**

*Общее собрание*

Компания, которая намерена выпустить акции первичного размещения, должна начать действовать как открытая компания за два года до планируемого выпуска IPO. Некоторые шаги, рекомендуемые экспертами, включают в себя подготовку подробных итогов финансовой деятельности и разработку бизнес-плана компании.

Как только компания решит выпустить IPO, она должна собрать команду для управления процессом размещения, состоящую из ведущего инвестиционного банка, бухгалтера и юридической фирмы. Процесс IPO официально начинается с общего собрания. На этом собрании, которое обычно проводится за 6-8 недель до официальной регистрации компании в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), все члены команды IPO составляют график выпуска акций первичного размещения и распределяют обязанности между собой.

*Продажа сделки*

Наиболее важной и трудоемкой задачей, стоящей перед командой IPO, является подготовка проспекта - бизнес-документа, который в основе своей служит бюллетенем компании. Поскольку после того, как компании зарегистрируются в связи с выпуском IPO, SEC обязывает их пройти через "период молчания" до истечения 25 дней после начала торгов по акциям, проспект фактически выполняет работу по убеждению потенциальных инвесторов и продаже IPO вместо управленческой команды.

Проспект включает в себя все финансовые данные по компании за последние пять лет, информацию о команде менеджеров и описание целевого рынка, конкурентов и стратегии роста компании. В проспекте содержится много другой важной информации, и команда андеррайтеров не жалеет средств, чтобы убедиться в точности представляемых данных.

После того, как предварительный проспект отпечатан и зарегистрирован в SEC, компании приходится подождать, пока SEC, Национальная ассоциация биржевых дилеров (NASD) и другие соответствующие государственные органы по ценным бумагам изучат документ для выявления упущений или проблемных мест. Если эти агентства найдут в проспекте какие-либо недочеты, компания и команда андеррайтеров должны внести поправки в зарегистрированный документ. Тем временем, ведущий андеррайтер должен собрать консорциум из других инвестиционных банков, который поможет продать сделку. Каждый банк, входящий в консорциум, получит определенную долю акций IPO для продажи своим клиентам. Затем консорциум должен собрать так называемые "выражения интереса" от клиентов, чтобы определить первичный спрос на сделку. В консорциумы обычно входят инвестиционные банки, у которых есть дополнительные клиентские базы, например, в некоторых регионах страны.

*В пути*

Следующий этап процесса IPO - это изматывающий ураганный тур по всему миру, также известный как "гастроли". "Гастроли" обычно длятся неделю. Руководство компании каждый день приезжает в другой город для встречи с потенциальными инвесторами и демонстрации бизнес-плана.

Типичные остановки в туре по США включают в себя Нью-Йорк, Сан-Франциско, Бостон, Чикаго, Лос-Анджелес. Если необходимо, можно включить "станции назначения" за границей, такие как Лондон или Гонконг.

То, как команда менеджеров компании выступит на "гастролях", является, возможно, ключевым фактором, определяющим успех IPO. Компании должны произвести большое впечатление на институциональных инвесторов, чтобы хотя бы часть из них пожелала купить значительную долю акций.

"Гастроли" также являются самым вопиющим примером того, насколько несправедливым может быть рынок IPO к среднему инвестору. Только институциональные инвесторы и "большие кошельки" приглашаются на встречи с гастролирующей командой, на которых заявления о перспективах бизнеса компании (самый минимум которых включается в проспекты) обсуждаются абсолютно открыто. Такие "откровения", по мнению SEC, являются законными, пока они делаются в устной форме.

После завершения "гастролей", выпуска и распространения между инвесторами окончательного варианта проспекта руководство компании встречается со своим инвестиционным банком для выбора окончательной цены и объема выпуска акций первичного размещения. Инвестиционные банки стараются предложить соответствующую цену на основании ожидаемого спроса на сделку и других рыночных условий. Установление цены IPO - это акт виртуозного балансирования. Инвестиционные фирмы должны беспокоиться о двух разных классах клиентов - компании, выпускающей IPO и желающей заработать как можно больше денег, и инвесторах, покупающих акции и ожидающих увидеть хоть какое-то немедленное увеличение своих инвестиций.

Как утверждает Ken Fitzsimmons, директор рынков капиталов из BancAmerica Robertson Stephens, инвестиционные банки обычно стараются назначить за сделку такую цену, чтобы превышение цены открытия составило примерно 15%.

Если интерес к IPO начинает ослабевать, обычной практикой является уменьшение количества предлагаемых акций или снижение их цены по сравнению с теми, которые указаны в регистрационных документах компании. Реже компания откладывает размещение акций из-за недостаточного спроса. Если сделка особенно "горяча", цена предложения или количество предлагаемых акций могут быть увеличены по сравнению с первоначальными ожиданиями.

*Пусть начнется игра*

После согласования цены предложения и, по крайней мере, через два дня после того, как потенциальные инвесторы получат окончательный вариант проспекта, объявляется о вступлении IPO в силу. Обычно это происходит после закрытия рынка, и торги по новым акциям начинаются на следующий день, по мере того, как ведущий андеррайтер стремится заполнить свою книгу приказов на покупку.

Ведущий андеррайтер в первую очередь отвечает за обеспечение "гладкой" торговли акциями компании в течение нескольких первых дней, которые являются ключевыми. Андеррайтеру юридически разрешено поддерживать цену вновь выпущенных акций путем покупки акций на рынке или коротких продаж акций (имеются в виду продажи акций, которых нет у него на счете). Он может также наложить штрафные санкции на брокеров для предотвращения "сброса" акций (flipping), т.е. продажи инвесторами акций IPO вскоре после того, как акции начнут торговаться. Эта способность некоторым образом контролировать цену IPO является одной из причин, по которой быстрое падение цены акций ниже цены предложения воспринимается инвесторами как весьма негативное явление.

IPO не объявляется окончательным до истечения примерно семи дней после первого выхода компании на рынок. В редких случаях IPO может быть прекращено даже после начала торгов по акциям. В таких случаях, последний из которых произошел с компанией по перевозке грузов Fine Air Services в 1997 г., все сделки признаются недействительными, и деньги возвращаются инвесторам.

## Этапы реализации IPO на международном фондовом рынке

Схема иллюстрирует основные этапы подготовки и реализации первичного публичного размещения акций (IPO) на международном фондовом рынке. На каждой из площадок установлены специфические требования к компаниям, однако представляется возможным выделить относительно неизменный, универсальный порядок действий.

Специалисты консалтинговой компании Newton Advice Bureau описали процедуру выхода компании на международный фондовый рынок, выделив 3 основных этапа: подготовка размещения, реализация размещения и деятельность во время обращения акций на бирже. Программы основных мероприятий, соответствующие каждому из этапов, представлены ниже.

|  |  |
| --- | --- |
| **Период**  | **Действия**  |
| **Этап 1: До размещения** Средний срок между принятием решения о возможном первичном размещении и началом биржевых торгов для российских компаний составляет около трех лет.  |
| 1. В течение минимум 3–4 лет до размещения  | Формирование кредитной истории: использование инструментов кредитов, вексельных и облигационных займов; выполнение кредитных обязательств  |
| 2. 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)  |
| 3. Более чем за 1 год до размещения  | Оценка альтернативных IPO источников финансирования с точки зрения стратегических целей компании и собственников  |
| 4. Более чем за 1 год до размещения  | Выбор банка–андеррайтера и с его помощью: * определение параметров размещения: объёма размещения, цены акций (и справедливой стоимости пакета в целом), площадки, структуры сделки, структуры инвесторов
* разработка плана проекта
 |
| 5. 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  |
| 6. Более чем за 1 год до размещения  | Принятие советом директоров решения о выпуске (или дополнительном выпуске) акций. Подготовка и публикация протокола заседания совета директоров |
| 7. Более чем за 1 год до размещения  | Формирование проектной команды, выбор партнёров: * финансового консультанта для создания инвестиционного ядра
* юридического консультанта для формирования прозрачной юридической структуры компании
* 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

Реализация с их помощью подготовительных мероприятий. |
| 8. За 11–12 месяцев до размещения  | Подготовка решения о выпуске проспекта ценных бумаг. Утверждение решения о выпуске проспекта ценных бумаг  |
| 9. За 11 месяцев и более до размещения  | Подготовка аналитических отчётов (длительность 6 месяцев) о: * отрасли и рынке,
* показателях деятельности компании,
* стратегии компании,
* менеджменте компании
 |
| 10. За 10 месяцев до размещения  | Проведение due — diligence (юридическим консультантом, аудитором, финансовым консультантом, банком–адеррайтером)  |
| 11. За 9 месяцев до размещения  | Государственная регистрация документов в ФСФР (длительность 6 месяцев)  |
| 12. За 5 месяцев до размещения  | Подготовка проспекта по результатам due — diligence  |
| 13. За 5 месяцев до размещения  | Обновление оценки стоимости размещаемого пакета (по результатам due–diligence и оценки конъюнктуры рынка)  |
| 14. За 5 месяцев до размещения  | Раскрытие информации о компании среди широкого круга инвесторов  |
| 15. За 3 месяца до размещения  | Определение диапазона цены  |
| 16. За 0,5 — 1,5 месяц до размещения  | Выпуск предварительного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта эмиссии аудитором  |
| 17. За 1–2 месяца до размещения  | Организация ознакомительного роад–шоу  |
| 18. За неделю до размещения  | Выпуск окончательного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта аудитором  |
| **Этап 2: Размещение**  |
| 19.  | Размещение акций на бирже  |
| **Этап 3: После размещения**  |
| 20.  | Подготовка и утверждение советом директоров отчета об итогах выпуска, публикация информации о существенном факте |
| 21.  | Регистрация отчета об итогах эмиссии в ФСФР  |
| 22.  | Стабилизация (в течение 30 дней)  |
| 23.  | Организация вторичного обращения акций на бирже  |
| 24.  | 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. [[2]](#footnote-2) |

### *Рынок IPO в России*

С начала 2005 года объем IPO российских компаний вырос почти на 400%, но радоваться этому пока рано.

Все проведенные российскими компаниями IPO были совершены с явной недооценкой. И даже при этом российский рынок IPO с начала года вырос на 386%. Но, несмотря на бурный рост, рынку IPO в ближайшее время перенасыщенность не грозит, по крайней мере, в России. Самая крупная в мире сделка по IPO – 9,2 млрд. долларов, а среди российских компаний наибольшая сумма сделки по IPO – пока 1,5 млрд. долларов.

За 2005 год на Лондонской бирже наибольшее количество средств по IPO привлекла именно Россия. Самую крупную сделку по IPO среди российских компаний совершила АФК «Система». По данным исследований компаний Ernst & Young и Thomson Financial, позиция России на глобальном рынке IPO усиливается. По мнению управляющего партнера компании Ernst & Young по странам СНГ Дага Гарднера, такая тенденция «является свидетельством роста российской экономики и ее интеграции в международную экономику».

«Совокупный экономический рост в России составил приблизительно 45% за последние шесть лет, – говорится в исследовании компании. – Не вызывает сомнения, что успех экономического развития является результатом последовательной экономической стратегии, направленной прежде всего на восстановление финансовой системы страны, совершенствование инвестиционного климата по многим направлениям, развитие рыночной инфраструктуры».

«Исходя из этих факторов, мы рассчитываем на продолжение роста количества сделок IPO и объема привлеченного капитала в России», – подчеркивают авторы исследования.

За прошедшие месяцы 2005 года количество сделок в России выросло на 33%, а сумма привлеченного капитала – на 386%.

Начальник аналитического отдела компании «Олма» Владимир Детинич считает, что ничего удивительного в этих показателях нет. Прежде всего потому, что Россия находится «в самом начале пути развития фондового рынка, в связи с чем даже трехкратный рост показателей неудивителен», уточнил аналитик в интервью газете ВЗГЛЯД.

Совсем недавно российский фондовый рынок функционировал как площадка, где компании просто обменивались акциями, рассказывает Владимир Детинич.

Толчком для стремительного роста отечественного рынка IPO стало увеличение капитализации компаний-участников. «Компании были недооценены, в связи с чем первичное размещение акций было для них невыгодно», – пояснил Владимир Детинич. В итоге все проведенные российскими компаниями IPO были совершены слишком дешево, уверен Детинич.

*Лидирующее положение*

В целом, согласно данным Ernst & Young и Thomson Financial, за девять месяцев текущего года мировые компании привлекли за счет первичного размещения акций (IPO) 138,5 млрд. долларов, и этот показатель превышает итог прошлого года, равный 124 млрд. долларов.

В исследовании также отмечается, что стремительный рост IPO отмечен в Европе, где сумма привлеченного капитала составила 51,2 млрд. долларов, что превышает уровень 2004 года на 68%. При этом в Азии количество IPO несколько сократилось. Количество сделок снизилось на 26% – до 531 млрд. долларов, а сумма привлеченного капитала на 4% – до 38 млрд. долларов.

Несмотря на это, в Китае рост привлеченного капитала составил 43%, и он продолжает занимать лидирующее положение в Азии, в то время как в Японии наблюдался спад как по росту количества сделок (снижение на 22%), так и по сумме привлеченного капитала (снижение на 59%).

Лидирующее положение в мире сохранили США, хотя количество сделок на американских площадках снизилось на 5% – до 175 млрд. долларов, а сумма привлеченного капитала сократилась на 21% – до 27,9 млрд. долларов.

*Процесс глобализации*

Объемы средств, привлеченных в текущем году, свидетельствуют о том, что фондовый рынок преодолел рекордный уровень 1998 года, когда общая сумма примерно 1100 IPO составила 118 млрд. долларов. По мнению экспертов, этот результат говорит о том, что рынок IPO восстановился после периода, когда большинство площадок было закрыто для первичного размещения акций.

«Крах раздутых рынков интернет-технологий и телекоммуникаций, эпидемия атипичной пневмонии в Азии и неопределенность относительно исхода войны в Ираке отрицательно повлияли на рынок в первом полугодии 2003 года», – рассказывает исследование компании Ernst & Young об этом периоде.

Но рынок уже миновал эпоху спада, уверены эксперты. Это подтверждают и цифры. В первой половине 2003 года на рынке было отмечено всего 145 IPO на общую сумму 4 млрд. долларов, то есть в среднем 27,6 млн. долларов за сделку. В то же время за соответствующий период 2004 года общая сумма 323 IPO составила 27 млрд. долларов, то есть в среднем 83,6 млн. долларов за одно IPO.

Эксперты Ernst & Young связывают рост привлеченного капитала с увеличением числа крупных сделок. По данным исследования, за девять месяцев текущего года было проведено 59 сделок на сумму свыше 500 млн. долларов, а за весь 2004 год было совершено всего лишь 44 сделки.

Три крупнейшие сделки 2005 года – это IPO China Construction Bank, в результате которого было привлечено 9,2 млрд. долларов, а также IPO французских государственных компаний Electricite de France и Gaz de France, привлекших 7,3 и 4,8 млрд. долларов соответственно.

# *IPO подорвет рынок*

Предстоящий в России в 2006 году бум IPO – еще одна причина, по которой может рухнуть российский фондовый рынок. Излишняя спешка стать публичными может привести не только к большим проблемам в самих компаниях-эмитентах, но и привести к появлению фондовых пузырей, предупреждают западные экономисты.

Одной из тем Российского экономического форума в Лондоне стал назревающий бум IPO на международных площадках российских компаний. О том, что Россия уже заразилась эпидемией развивающихся рынков по проведению IPO, может свидетельствовать статистика за последние три года. Если до 2003 года IPO за границей провели всего девять российских эмитентов, то затем каждый год количество эмитентов практически удваивалось. В 2004 году на рынок вышли шесть компаний и привлекли $860 млн (львиную долю этой суммы в объеме $335,1 млн привлекла стальная группа «Мечел», разместив на Нью-Йоркской фондовой бирже 11,5% акций. В 2005 году IPO провели уже 13 компаний с объемом привлеченных средств $5,255 млрд. От размещения 19% своих акций на Лондонской фондовой бирже АФК «Система» получила $1,56 млрд с учетом опциона на размещение дополнительных акций, что пока является крупнейшим IPO в истории среди российских компаний и занимает пятое место среди крупнейших первичных размещений акций в Европе. В Лондоне разместили акции металлургические холдинги «Евраз» и НЛМК, которым в целом удалось привлечь составила более $2,2 млрд, а также компании «Новатэк» и ритейлер «Пятерочка». «В 2006 году на IPO также выйдут 12–15 российских компаний с учетом тех 6, которые уже разместились», – пояснил «Газете.Ru» глава Федеральной службы по финансовым рынкам Олег Вьюгин.

Однако эксперты инвесткомпании Deutsche UFG на Российском экономическом форуме заявили, что реальные шансы провести первичное размещение акций имеют в два раза больше компаний – 25.

По результатам 2006 года по объему привлеченных средств Россия может войти в тройку стран-лидеров», – заявил на форуме президент Deutsche UFG Илья Щербович. [[3]](#footnote-3)При этом объем размещения может составить $17,5 млрд. Большую часть этой суммы оттянет на себя компания «Роснефть», которая также сообщила о планах провести IPO в 2006 году. По оценкам UFG, ее объем размещения составит $9 млрд. Однако мода на первичные размещения акций может обернуться перегревом фондового рынка, предостерегают эксперты. Главной причиной обвала может стать не слишком серьезное отношение эмитентов к рискам, которые неизменно сопутствуют компаниям с момента объявления о публичности.

Опасение наблюдателей вызывает то, что истинное назначение IPO большинство российских компаний пока плохо осознают.

И еще хуже они понимают, какие требования будут к ним предъявляться после смены статуса с частного на публичный. «Многие компании идут на IPO, а когда их спрашиваешь, зачем, они не могут ответить на этот вопрос», – посетовал на форуме старший вице-президент АФК «Система» Алексей Буянов. «Вполне вероятно, что не все российские эмитенты в полной мере учитывают объем работ, проблем и затрат, которые лягут на компанию уже после успешного размещения», – соглашается с Буяновым директор инвестиционной компании «Ак Барс Финанс» Кирилл Петров.

Излишняя спешка российских компаний стать публичными может привести не только к большим проблемам в самой компании, но и пошатнуть российский фондовый рынок в целом, предупреждают иностранные эксперты.

«Если эти риски реализуются, это может серьезно повредить акционерам и иметь негативный эффект на показатели всего фондового рынка, – говорит партнер консультативной компании Strategica Филипп Модиано. – Требования, которые предъявляют рынки к публичным компаниям, например отчетность по международным стандартам, воспринимается многими компаниями лишь для галочки. Этого недостаточно, нужно действительно предпринять определенные действия, чтобы расчистить компанию». Другой типично российской проблемой для отечественых компаний является то, что эмитенты, разместившие акции через IPO, не всегда оправдывают собственные ожидания и ожидания инвесторов. «Проблема в том, что, пока Россия популярна, ты получаешь высокие оценки, но через два года ты можешь оказаться под серьезным прессом», – предостерегает Модиано. Наблюдатели полагают, что такая ситуация может закончиться весьма плачевно для российского рынка IPO.

И даже не исключают, что рынок может охладить появление отечественного аналога скандально известного концерна Enron.

Должен случиться российский Enron, чтобы упорядочить развитие рынка», – заявил на форуме Алексей Буянов. На что глава ФСФР Олег Вьюгин ответил, что российский Enron в текущих условиях вряд ли возможен. Кирилла Петров также согласен с тем, что не стоит переоценивать существующие риски, так как объем российских IPO несравнимо меньше зарубежных. «При работе на развивающихся рынках инвесторы адекватно оценивают риски, учитывая возможные негативные последствия. Нынешний бум российских IPO вызван желанием использовать благоприятную рыночную конъюнктуру для получения максимальной цены за свои активы», – комментирует собеседник «Газеты.Ru». При поиске компании, которая может сыграть роль Enron на российском рынке, мнения экспертов разделились. «Потенциальные банкроты очень малы, они и в России-то практически неизвестны. Одним словом, если такая компания лопнет, никто и не заметит», – надеется один из профучастников рынка. «На месте Enron может оказаться любая компания, даже такая крупная и надежная, как "Газпром", – говорит аналитик ИК "Проспект" Олег Сальмонов. –

Кризис у американской компании случился из-за нераскрытия достоверной информации, а доля теневого бизнеса в России традиционно высока.

Большинство использует всевозможные "серые" схемы. Зарубежные эксперты учитывают эти риски наряду с коррупцией и прочими особенностями российской экономики».

«На российском фондовом рынке и на рынке IPO действительно имеются эмитенты, прозрачность бизнеса которых оставляет желать лучшего. Аналитикам порой приходится ломать головы, чтобы оценить стоимость их акций. После дела ЮКОСа уже проделана определенная работа по приведению финансовой отчетности в должное соответствие, но никакая компания ни в России, ни на Западе не застрахована от незаконных действий руководства, и яркий тому пример – банкротство Refco, вызванное незаконным присвоением главой компании крупных сумм денег», – вспоминает главный трейдер управления международных рынков ИК «Брокеркредитсервис» Павел Шлык.

**Некоторые компании, объявившие о своем намерении провести IPO.**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **№** | **Компания**  | **Отрасль/Сектор**  | **Дата** |  **Предполагаемый объем выпуска акций, млн. долларов США** |
| 1 | Арбат | Потребительский  | 2006 | 50 |
| 2 | ЕФКО | Потребительский  | 2006 | 60 |
| 3 | Копейка | Потребительский  | 2006 | 150 |
| 4 | Группа предприятий ОСТ |  | 2006 | 70 |
| 5 |  Планета-Менеджмент  | Потребительский  | 2006 | 80 |
| 6 | Русагро | Потребительский  | 2006 | 50 |
| 7 | Тандер | Потребительский  | 2006 | 300 |
| 8 | Энергомаш | Машиностроение | 2006 | 130 |
| 9 | МДМ банк  | Банковская | 2006 | 250 |
| 10 | Внешторгбанк | Банковская | 2006 | 400 |
|  |  |  |  |  |

# *IPO для малых компаний*

В создании площадки для торговли акциями компаний третьего эшелона весьма заинтересованы РТС, Федеральная служба по финансовым рынкам и фондовые спекулянты. Сами же небольшие компании, как и крупные инвесторы, относятся к этой затее скептически

До конца нынешнего года ожидается запуск новой биржевой площадки на РТС, предназначенной для торговли акциями третьего эшелона. Таким образом, в России появится рынок альтернативных инвестиций, подобный тому, что существует в рамках секции AIM Лондонской фондовой биржи. Сейчас Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) России готовит пакет поправок в нормативные акты, которые сделают существование такой торговой площадки юридически возможным.

Предполагается, что площадка «для маленьких» будет создана на базе уже действующей с 2001 года системы RTS Board, в которой выставляются индикативные котировки по бумагам, не допущенным к торгам на бирже РТС. Сегодня это более 800 акций шестисот с лишним эмитентов.

Механизм проведения первичных размещений на новой площадке с технической точки зрения будет идентичен IPO на уже существующих площадках за несколькими исключениями: к процедуре будут допускаться предприятия с недостаточным по нынешним стандартам уровнем раскрытия информации, новые компании с короткой кредитной или фондовой историей, а также эмитенты с малой или средней капитализацией, которые слабо представлены сейчас на рынке ценных бумаг. «Многие недавно созданные компании просто не имеют отчетности за длительный период, не раскрывают информацию о своей деятельности установленным способом, — говорит заместитель руководителя ФСФР России Владислав Стрельцов. — Это новые компании, у которых есть какие-то начальные оборотные средства, но финансировать свое развитие они вынуждены за счет кредитов. Хотя средства можно привлечь на фондовом рынке, и мы дадим им такую возможность».

Приобретать акции на новой площадке смогут только «квалифицированные инвесторы» — еще одна новинка, активно продвигаемая ФСФР. «Пока можно сказать только, что квалифицированные инвесторы должны будут иметь длительный опыт работы на фондовом рынке и достаточный объем собственных средств, — пояснил 'Эксперту' президент РТС Олег Сафонов. — В эту категорию попадут крупнейшие инвестиционные компании и банки, в том числе и иностранные. Такое ограничение необходимо для того, чтобы инвесторы обладали достаточным опытом и могли реально оценить риски, связанные с размещением средств в бумаги эмитентов с небольшой капитализацией, низким уровнем раскрытия информации или короткой историей».

*Огромный теоретический потенциал*

Инициатором создания площадки альтернативных инвестиций выступила РТС. «Не секрет, что развитие многих компаний в нашей стране сегодня финансируется по большей части за счет собственных средств самих предприятий, а эти средства ограничены, — говорит Олег Сафонов. — Таким образом, в реальном секторе экономики растет неудовлетворенный спрос на инвестиционные ресурсы. С другой стороны, в финансовом секторе накоплено значительное количество денег, которые не могут быть размещены в уже существующие на финансовых рынках инструменты — таких инструментов просто не хватает. Создавая альтернативную площадку, мы способствуем перетеканию денежных средств в реальную экономику в виде инвестиций. При этом финансовые институты получают новые инструменты для наращивания капитала. В России сейчас более 40 тыс. акционерных обществ. Теоретически все они могли бы провести первичное размещение».

Иметь биржевой листинг — не самоцель. Важно иметь ликвидную, торгуемую бумагу, адекватную оценку аналитиками инвестиционных банков и, как следствие, качественную базу инвесторов

Инициаторы создания новой площадки рассчитывают, что в первую очередь она будет интересна быстрорастущим предприятиям IT-сектора и других высокотехнологичных отраслей. Эти предприятия имеют хороший бизнес-план, но не соответствуют биржевым требованиям для допуска их акций к торгам.

*Скромная реальность*

Однако и представители компаний, и потенциальные инвесторы пока относятся к перспективам новой торговой площадки с изрядной долей скепсиса.

В первую очередь сомнения вызывает возможность РТС составить достойную конкуренцию лондонской AIM. «Для небольших быстрорастущих российских компаний секция альтернативных инвестиций в Лондоне в обозримой перспективе останется более предпочтительным вариантом, — уверен аналитик по рынку акций Инвестиционного банка 'Траст' Алексей Захаров. — Причина этого заключается в первую очередь в значительно более высокой оценке, которую акции могут получить на AIM, где уже сформировался очень широкий круг инвесторов, специализирующихся на третьем эшелоне и готовых проводить достаточно рискованные инвестиции».

В России же круг потенциальных покупателей бумаг третьего эшелона может оказаться слишком узким. Ведь, с одной стороны, бумаги новых компаний, эмитентов с неполным раскрытием информации,— это инструмент для специализированных инвесторов, работающих с рисковыми активами. С другой — требованиям, предъявляемым к квалифицированным инвесторам, соответствуют главным образом инвестиционные институты с консервативными стратегиями, многие из которых вообще не заинтересованы в работе с бумагами третьего эшелона. Поскольку крупным портфельным фондам, имеющим в управлении капиталы в сотни миллионов долларов, инвестиции в один актив на несколько сотен тысяч долларов не интересны. «Если капитализация компании будет до 100 миллионов долларов, а free float — 20-25 процентов, то потенциальной ликвидности на рынке будет 20-25 миллионов долларов, — рассуждает управляющий директор фонда прямых инвестиций 'Ренова Капитал' Олег Царьков. — Даже если все акции распылены среди мелких держателей, покупка на миллион приведет к неминуемому росту на 10-15 процентов. Если же фонд решит на падающем рынке эти бумаги продать, то следствием этого станет падение цены».

Не добавляет привлекательности новой площадке и упрощенный порядок выхода на нее компаний. «Если требования к компаниям, размещающим акции на этой площадке, будут минимальными, то для серьезного инвестора это вряд ли станет стимулирующим фактором для покупки», — уверен старший портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал» Андрей Зокин.

Конечно же, на площадку для маленьких компаний не придут пенсионные фонды и открытые ПИФы акций, в которых сегодня аккумулирован едва ли не основной объем свободных инвестиционных денег в России. Не стоит участникам нового рынка рассчитывать и на деньги иностранных инвесторов, которые обеспечивали рост российского фондового рынка в последние месяцы. «Иностранцы покупают не отдельные компании, а регион, и то, что символизирует этот регион — акции первого эшелона, — говорит президент управляющей компании 'Ренессанс Капитал' Андрей Мовчан. — Они не захотят разбираться в рисках и стратегии развития компаний третьего эшелона».

То есть довольно уверенно можно прогнозировать, что ликвидность бумаг на новой площадке будет невысокой. А низкая ликвидность акций, в свою очередь, станет серьезным препятствием для роста капитализации компаний, рискнувших разместить свои акции на площадке «для маленьких». В этих условиях проведение IPO вообще теряет смысл — если торги акциями будут проводиться от силы пару раз в месяц (как это сейчас, например, происходит с акциями компании «Аптеки 36,6»), то для эмитента гораздо разумнее будет продавать акции на условиях частного размещения — напрямую избранным инвесторам без обращения на биржу.

*Ненужный листинг*

Среди опрошенных нами средних российских компаний число желающих разместить свои акции на новой площадке оказалось тоже невелико. При этом необходимо отметить, что львиная доля новых быстрорастущих предприятий существует в форме простых товариществ и ООО, привлекая финансирование в виде кредитов и облигационных займов. Необходимость акционирования возникает только в фазе стабилизации роста, когда все прежние ресурсы уже исчерпаны и нужны принципиально новые механизмы привлечения ресурсов. «На сегодняшний день нам интересны кредиты и облигации, — говорит финансовый директор компании 'Топ-книга' Ирина Гроздова. — Мы сейчас разместили облигационный заем на ММВБ, при этом спрос на наши облигации в полтора раза превысил предложение. В дальнейшем мы рассматриваем IPO как один из возможных перспективных инструментов привлечения денежных ресурсов. Однако это будет не сейчас, и скорее всего мы воспользуемся зарекомендовавшими себя иностранными площадками, а в послаблении каких-либо требований по раскрытию информации мы не нуждаемся».

Довольно уверенно можно прогнозировать, что ликвидность бумаг на новой площадке будет невысокой. А низкая ликвидность акций, в свою очередь, станет серьезным препятствием для роста капитализации компаний, рискнувших разместить свои акции на площадке «для маленьких»

Вторая причина низкого интереса производственных компаний к новой площадке — нежелание, находясь в стадии роста, размывать долю на открытом рынке. «Мы пока отметаем возможность выхода на IPO и связанную с этим необходимость поделиться пакетом своих акций с какой-нибудь другой, неизвестной нам структурой, — говорит вице-президент по корпоративному развитию кондитерской компании 'Коркунов' Иван Алипов. — Для привлечения денег мы прибегаем к услугам банков. Сейчас у нас уже есть хорошая кредитная история, так что условия займа денежных средств оказываются вполне приемлемыми».

Еще одна причина, заставляющая быстрорастущие компании не торопиться с выходом на биржевой рынок, — нежелание иметь публичную историю цены. «Если компания имеет агрессивный план роста капитализации, например до 300 миллионов долларов в течение трех лет, то есть ли ей смысл листинговаться сегодня с капитализацией 100 миллионов? — рассуждает Олег Царьков. — Низкая текущая капитализация — это небольшой free float, низкая ликвидность, недоступность качественной базы инвесторов и, следовательно, большой дисконт к оценке компании. Тогда зачем иметь 'плохую' цену? Лучше не иметь никакой и позже сделать качественное размещение. Если же есть необходимость в привлечении капитала, то можно провести частное размещение без листинга на бирже. Ведь иметь листинг — не самоцель. Важно иметь ликвидную, торгуемую бумагу, адекватную оценку аналитиками инвестиционных банков и, как следствие, качественную базу инвесторов».

**Заключение**

В общей структуре участников финансового рынка все больше появляются крупные структуры, выступающие стержнем рынка ценных бумаг в любой стране и ориентированные на универсализацию своей деятельности. Это организации, функции которых позволяют характеризовать их как инвестиционные банки. Инвестиционная банковская деятельность является не только наиболее престижным направлением в работе инвестиционного банка, но и наиболее прибыльным. Поэтому все крупные и амбициозные компании на рынке ценных бумаг стремятся к получению проектов по привлечению финансовых ресурсов, т.е. стремятся перерасти в инвестиционный банк.

В России при отсутствии законодательного описания инвестиционного банка те предприятия, которые развивались в структуры, по характеристикам соответствующие понятию инвестиционного банка, в большинстве своем имели лицензию именно инвестиционной компании. Однако помимо тех видов операций, которые относятся к инвестиционным компаниям, инвестиционный банк выполняет функции (такие, как кастоди-услуги, управление активами), свойственные другим специализированным участникам рынка.

В данной работе, рассмотрев основные операции инвестиционных банков и компаний, можно сделать вывод, что основой их деятельности является посредническая функция на рынке капиталов, т.е. мобилизация долгосрочного ссудного капитала и предоставление его заемщикам путем выпуска и размещения ценных бумаг. Пожалуй, сектор корпоративных ценных бумаг в настоящее время является наиболее перспективным, и в нем особенно активно развивается инвестиционно-банковская деятельность.

Стремительными темпами развивается рынок IPO. Исследования показывают, что в последнее время он восстановился после периода, когда большинство площадок было закрыто для первичного размещения акций. Объемы средств, привлеченных в текущем году, свидетельствуют о том, что фондовый рынок преодолел рекордный уровень 1998 года, когда общая сумма примерно 1100 IPO составила 118 млрд. долларов.

С начала 2005 года объем IPO российских компаний вырос почти на 400%, но радоваться этому пока рано. Все проведенные российскими компаниями IPO были совершены с явной недооценкой. Западные экономисты предупреждают, что излишняя спешка стать публичными может привести не только к большим проблемам в самих компаниях-эмитентах, но и привести к появлению фондовых пузырей. И предстоящий в России в 2006 году бум IPO может стать причиной, по которой может рухнуть российский фондовый рынок. Главной причиной обвала может стать не слишком серьезное отношение эмитентов к рискам, которые неизменно сопутствуют компаниям с момента объявления о публичности.

Таким образом**,** излишняя спешка российских компаний стать публичными может привести не только к большим проблемам в самой компании, но и пошатнуть российский фондовый рынок в целом.

**Список литературы**

1. Данилов Ю.А. Создание и развитие инвестиционного банка в России – М.: Дело, 1998.

2. Жуков Е.В. Инвестиционные институты: Уч. пособие для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998.

3. Пыркова Г.Х. Андеррайтинг как основной вид деятельности инвестиционных банков // Проблемы экономики и управления. 2003. №2

4. Екатерина Шохина. IPO для маленьких // «Эксперт» №11 - 2006 г.

5. Серебренников Дмитрий. Бум российских IPO переносится // Top-manager **23.01.2006г.**

**6. Пирогов А.Н.** Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика// Менеджмент в России и за рубежом

http://www.deloshop.ru/menu\_5-text\_maloe\_0-13-404.html

7. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний //Менеджмент в России и за рубежом №1 / 1999 8. http://www.gazeta.ru/2006/04/25/oa\_197371.shtml

9. http://www.vzglyad.ru/economy/2005/12/14/15752.html

10. http://www.ipocongress.ru/rus/ipo\_members/

11. http://www.finansmag.ru/27932

12. http://www.ipocongress.ru/rus/guide/ipostages/id/52/

13. www.newtone.ru

14. http://k2kapital.com/education/edit19990505.html

1. Небольшой пример, иллюстрирующий невозможность привлечения финансовых ресурсов без развитых прочих направлений. Допустим, некий банк решил привлечь своему клиенту финансовые ресурсы через выпуск ценных бумаг клиента. Даже самую первую часть этой работы – выбор конкретного инструмента привлечения и его основных параметров – он не сможет осуществить, т.к. не будет знать отношения рынка в данный момент времени к тем или иным инструментам.

Если даже такой проект дошел до момента размещения ценных бумаг, то на этом этапе он и остановится. Инвесторы не будут покупать бумаги, т.к. никто их не убедил в том, что эти бумаги достаточно надежны и доходны ( а сделать профессиональное представление своего клиента банк не сможет по причине отсутствия аналитической деятельности). Далее, брокеры не будут заключать сделки по покупке ценных бумаг, т.к. они не знают продавца, никогда с ним не работали. [↑](#footnote-ref-1)
2. консалтинговая компания Newton Advice Bureau ( www.newtone.ru ) [↑](#footnote-ref-2)
3. http://www.gazeta.ru/2006/04/25/oa\_197371.shtml [↑](#footnote-ref-3)