Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования

"Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации"

(Финансовый университет)

Институт сокращенных программ

Кафедра: "Ценные бумаги и финансовый инжиниринг"

**КУРСОВАЯ РАБОТА**

**по дисциплине:** "Рынок ценных бумаг"

на тему:

**"Особенности выхода российских компаний на рынок IPO"**

Выполнил:

Студент группы 08(11)-ЗБД-4/8-01

Панина В.В.

Проверил: доцент Пронина Н.Н.

Москва 2010 г.

**План работы**

Введение

1. Понятие и виды первичного размещения ценных бумаг

1.1 IPO: основные признаки и виды

1.2 Цели проведения IPO: российская практика и зарубежный опыт

2. Текущая ситуация на рынках IPO

2.1 Особенности выхода российских компаний на двойное IPO

2.2 IPO-2010 г., перспективы и тенденции рынка

Заключение

Список используемой литературы

**Введение**

Актуальность темы исследования.

В рамках реализации важнейшей стратегической задачи российской экономики – ее перехода на инновационный путь развития, для которого характерной чертой является наличие развитого финансового рынка, способного обеспечивать необходимыми ресурсами инновационно-инвестиционную деятельность, особую актуальность приобретает тема исследования проблем развития российского рынка ценных бумаг, и в частности – рынка IPO. Ведь выход на публичное размещение для любой компании-эмитента – это важный шаг для дальнейшего развития, привлечения капитала, инвесторов как российских, так и западных, формирования публичного имиджа компании.

Цели и задачи исследования.

Целью курсовой работы является углубленное изучение теоретических проблем и комплекса мер по созданию такой структуры отечественного рынка IPO, чтобы она включала в себя широкий круг инвесторов, которые бы способствовали выходу на рынок даже небольших компаний. Для достижения данной цели необходимо решить следующие задачи:

• систематизировать имеющиеся теоретические подходы к пониманию IPO;

• исследовать роль IPO как источника привлечения капитала в экономику страны;

• проанализировать цели IPO.

Объект и предмет исследования.

Объектом исследования выступает процесс первичного размещения ценных бумаг как один этапов процедуры эмиссии ценных бумаг. Предметом исследования являются виды, цели IPO, перспективы и тенденции отечественного и зарубежного рынка IPO.

Методологическая и теоретическая база.

В основе курсовой работы лежит комплексный системный подход к изучению объекта исследования. В ходе исследования применялись методы группировки и сравнения, исторический метод.

Информационной базой курсовой работы являются научные труды преимущественно российских авторов по проблемам функционирования рынка IPO, действующие законодательные и нормативные акты, статистические данные и публикации российских и международных организаций.

Структура и содержание курсовой работы.

Структура работы определена исходя из целей и задач исследования с учетом особенностей предмета и объекта исследования. Курсовая работа состоит из введения, двух глав, заключения, библиографии.

В первой главе работы рассматриваются теоретические аспекты определения сущности IPO и его видов, анализируются цели проведения IPO.

Во второй главе исследуется процесс выхода российских компаний на двойное IPO, а также текущие перспективы и тенденции рынка IPO.

**1. Понятие и виды первичного размещения ценных бумаг**

В соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ, под размещением эмиссионных ценных бумаг понимается "отчуждение эмиссионных ценных бумаг эмитентом первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок".

**Первичное размещение – это первое размещение ценной бумаги данного эмитента на рынке. Оно имеет место, когда:**

* **Акционерное общество только учреждается;**
* **Коммерческая организация впервые выпускает свои ценные бумаги на рынок;**
* **Компания размещает какой-то новый вид ценной бумаги, который ранее она не выпускала.**

Эмиссионные ценные бумаги могут размещаться разными способами. В частности, акции путем:

* распределения среди учредителей акционерного общества при его учреждении;
* размещение дополнительных акций посредством распределения их среди акционеров;
* подписки (открытой или закрытой) – отчуждения акций первым владельцам путем заключения договоров купли-продажи или мены;
* конвертация.

Первичное публичное размещение акций определяется в Российской Федерации понятием IPO.

**1.1 IPO: основные признаки и виды**

До развития кризисных явлений роль IPO как источника привлечения капитала в российскую экономику усиливалась. Так, только за четыре предкризисных года (2004-2007гг.) объем IPO российских компаний увеличился в 29 раз, а количество – более чем в 4 раза. В то же время в нашей стране отсутствует единая трактовка понятия IPO, и, более того, до сих пор отечественными авторами не предпринималось попытки свести воедино и обобщить различные точки зрения на определение данного понятия (следует отметить, что и в международной практике IPO не имеет четкого юридического определения. По этой причине часто возникает вопрос, насколько правомерно относить тот или иной выпуск ценных бумаг к IPO.

Сначала обратимся к российскому законодательству. В настоящее время только в одном документе упоминается термин IPO – в Программе социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2006-2008гг.), утвержденной Правительством РФ от 19 января 2006г. №38-р. В нем IPO определяется как "первичное публичное размещение акций" (ч.II, п.7).

Разберемся, что законодатель вложил в данное определение. Поскольку в вышеуказанном документе IPO рассматривается применительно только к акциям, которые являются эмиссионными ценными бумагами, то обратимся к Федеральному закону "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ, регулирующему их выпуск.

При IPO, как это следует из российского законодательства, акции могут размещаться только через открытую подписку, под которой Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг (п.6.2.1), утвержденные приказом ФСФР России от 25 января 2007г. №07-4/пз-н, понимают "адресованное неопределенному кругу лиц приглашение делать предложение (оферты) о приобретении размещаемых ценных бумаг". Это вытекает из определения публичного размещения (оно дается в Федеральном законе "О рынке ценных бумаг", ст.2), под которой понимается "размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг".

Чтобы завершить рассмотрение понятия IPO согласно российскому законодательству, остается в словосочетании "первичное публичное размещение акций" раскрыть смысл слова "первичное". Исходя из лексического значения данного слова можно сделать вывод, что публичное размещение будет являться первичным в случае, если оно проводится в первый раз. Такая точка зрения широко распространен, она приводится в учебной литературе. Однако, как будет показано далее, в экономической литературе существует и другое мнение относительно толкования первичности или вторичности того или иного размещения ценных бумаг.

Надо обратить внимание также на место проведения первичного публичного размещения акций. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (ст.2) допускает публично размещать акции в том числе на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, то есть как на биржевом, так и на внебиржевом рынке.

Таким образом, основываясь на российском законодательстве, выделим следующие основные признаки, характеризующие IPO:

* способ отчуждения – размещение;
* способ размещения – открытая подписка;
* вид размещаемых ценных бумаг – акции;
* место проведения размещения – фондовые биржи или внебиржевой рынок;
* публичное размещение проводится в первый раз.

А теперь обратимся к толкованиям IPO, которое приводится в экономической литературе.

Под IPO обычно понимают первоначальное (на публичном рынке акции компании на момент размещения не обращались) публичное (среди неограниченного числа инвесторов) размещение (предложение, распространение) ценных бумаг на фондовом рынке с целью привлечения капитала. В Великобритании для обозначения того же понятия используют термин "flotation" (размещение). То есть IPO за рубежом, как это следует из литературных источников, в отличие от российского законодательства понимается шире: это не только первичное публичное размещение акций, но и первичное публичное обращение акций на вторичном рынке.

Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (ст.2) следующим образом определяет понятие "обращение ценных бумаг" и "публичное обращение ценных бумаг". В первом случае это "заключение гражданско-правовых сделок", влекущих переход прав собственности на ценные бумаги", во втором – "обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы". При первичном публичном размещении инвесторам предлагаются лишь акции нового, дополнительного выпуска (первый выпуск акций при учреждении акционерного общества может размещаться только одним способом – путем распределения среди учредителей общества), а в случае первичного публичного обращения – ранее выпущенные ("старые") акции. Соответственно, доход будут получать: в первом случае – сама компания, во втором – лица, предлагающие акции (акционеры, продающие акции, или сам эмитент в случае продажи ранее выкупленных им же самим акций).

Таким образом, с учетом определений IPO в экономической литературе основные признаки, характеризующие IPO, изменяются незначительно:

* способ отчуждения – размещение или обращение;
* способ размещения (обращения) – открытая подписка (публичное предложение);
* вид размещаемых (обращаемых) ценных бумаг – акции;
* место проведения размещения или обращения – фондовые биржи или внебиржевой рынок;
* публичное размещение или обращение проводятся в первый раз.

Перейдем к рассмотрению видов IPO и их классификации исходя из признаков, выделенных нами ранее.

* 1. *По способу отчуждения акция (и соответственно, получателю дохода):*

1. Публичное размещение – первичные публичные размещения (Primary Public Offering, PPO), характеризующиеся тем, что акции нового, дополнительного выпуска предлагаются к размещению на фондовой бирже, а также прямые публичные размещения (предложения) от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок (Direct Public Offering, DPO), то есть при DPO акции размещаются на внебиржевом рынке.

DPO объединяет с "классическим" IPO то, что акции размещаются среди широкого круга инвесторов. Однако с точки зрения места продажи акций и участия профессиональных участников рынка ценных бумаг данные два термина не имеют между собой ничего общего.

Частым случаем PPO является ситуация, когда компания, чьи акции уже торгуются на бирже, размещает дополнительный (новый) выпуск акций на открытом рынке, то есть проводит так называемое доразмещение (дополнительное размещение) (follow-on); оно встречается в мировой практике чаще, чем PPO. При доразмещении акций доход, как и при PPO и DPO, получает только эмитент.

Следует заметить, что аббревиатуру IPO зачастую переводят (в том числе и в российском законодательстве) так же, как и PPO – "первичное публичное размещение", что вносит определенную путаницу. Действительно, слова "первичное" и "первоначальное" в русском языке и initial и primary в английском являются синонимами. Однако в российской практике для избегания недопонимания по поводу вида предложения акций используют перевод "первоначальное публичное предложение" для IPO, то есть акции впервые предлагаются к первичному размещению (обращению), и "первичное публичное предложение" для PPO, то есть к публичному размещению предлагаются новые акции дополнительного выпуска, что следует признавать правильным.

2. Публичное обращение – вторичные публичные предложения (Secondary Public Offering, SPO). Это способ для первоначальных инвесторов выйти из участия в капитале, зафиксировав прибыль от своих инвестиций в данное предприятие. К продаже предлагаются ранее размещенные ценные бумаги, принадлежащие их. Непосредственным владельцам (акционерам), и именно эти лица, а не компания получают доход от продажи конкретного пакета акций.

Необходимо подчеркнуть, что в процессе IPO инвесторам могут быть одновременно предложены акции как дополнительного (нового) выпуска, так и ранее выпущенные акции (PPO (follow-on) + SPO). Как правило, для молодых компаний большая часть или все продаваемые при первичном публичном предложении акции – вновь выпущенные (PPO, follow-on); значительная часть предлагаемых акций – "старых" компаний предоставляется существующими акционерами (SPO).

Следует отметить, что такая классификация полностью отвечает разделению предложений акций на первичные и вторичные, которое приводит ряд зарубежных авторов – Геддес Р., Тьюлз Р., Брэдли Э. Критерием первичности и вторичности в их классификации является не порядковый номер размещенного выпуска ценных бумаг или факт того, что ранее акции публично обращались на бирже, а лицо, получившее доход от IPO (и соответственно "новизна" предлагаемых акций). Таким образом, доходы от первичного предложения (первичного выпуска) достаются компании, которая выпускает новые акции (primary market) для широкой продажи, а вторичные предложения (вторичные выпуски) подразумевают широкую продажу уже существующих акций (secondary market), соответственно доход получают прежние владельцы.

Такой подход отражен в названиях предлагаемых для продажи акций в Великобритании и Италии. Термины "offers for subscription" и "offerta publicca di sottoscrizione", означающие, соответственно, "размещение по подписке" и "публичная оферта по подписке", относятся к продаже новых акций, а термины "offers for sale" и "offerta publicca di vendita" переводящиеся, соответственно как "предложение для продажи" и как "публичная оферта на продажу", – к продаже акций уже существующими акционерами.

Преимуществом классификации по данному признаку является однозначное установление получателя дохода, а недостатком – то, что не учитывается очередность предложения акций.

* 1. *По месту проведения размещения:*
     1. На внебиржевом рынке:
        1. прямые публичные размещения акций от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок, - DPO.

Начиная с середины 90-х гг. ХХ в. все большее число компаний стало выходить на рынок IPO без посредников. К DPO обычно прибегают небольшие компании, которые размещают акции среди потребителей своего продукта или услуги (с учетом этой целевой аудитории проводятся специализированные маркетинговые мероприятия); для проведения массированной рекламной кампании активно используют Интернет.

В случае DPO величина привлеченного капитала обычно невелика. Например, в 1996 г. суммарный размер 190 DPO в США составил всего 273 млн. долл. Основным мотивом проведения DPOявляется желание эмитента сократить издержки и не платить андеррайтеру за посредничество, или же эмитент не может найти андеррайтера ввиду того, что вероятность неразмещения ценных бумаг очень высока. Так как репутация для андеррайтера дороже возможной прибыли, то далеко не каждый инвестиционный банк возьмет на себя риск размещения бумаг малоизвестной, к тому же мелкой компании;

* + - 1. частные размещения (предложения) (placing, private placement, private offering – PO).
    1. На фондовой бирже – все остальные виды IPO, т.е. PPO, SPO и follow-on.
  1. *По очередности предложения:*

1. Акции впервые предлагаются неограниченному кругу лиц – IPO.

В зависимости от выпуска акций ("нового" или "старого"), публично предлагаемого широкому кругу инвесторов, а соответственно и получателя дохода от IPO, следует различать "первично-первичное" предложение, когда акции размещаются самой компанией – к ним относятся IPO (РРО) и DРО (IPO), и "первично-вторичное" предложение, когда акции продаются на вторичном рынке акционерами, - IPO (SPO).

2. Компания уже проводила IPO и/или ее акции обращаются на бирже – последующие (очередные) размещения (Seasoned Equity Offering, SEO, или Public Offering, PO). При этом не важно, из числа первичных (вновь выпущенных) или вторичных (ранее выпущенных) акций осуществляется продажа. Так что может иметь место или "вторично-первичное" предложение, когда новые акции продаются компанией, уже имеющей листинг на бирже (follow-on и DРО (SEO)), или "вторично-вторичное" предложение, когда нынешние акционеры продают акции кому-то еще (SEO (SPO))/

Преимуществом классификации по данному признаку является однозначное установление очередности предложения акций, а недостатком – то, что не определяются получатели дохода от размещения.

Подводя итоги всего вышеизложенного, найдем аналоги того или иного вида IPO исходя из его определения по российскому законодательству. Так, аналогом первичного публичного размещения являются два вида IPO: IPO (PPO), если акции размещаются на фондовой бирже, и DРО (IPO), если размещение проходит на внебиржевом рынке. Аналогами же публичного размещения акций (не обязательно первого), помимо указанных выше, являются: в случае размещения акций на бирже – follow-on, в случае размещения на внебиржевом рынке – DPO (SEO). Или другими словами: публичному размещению соответствуют PPO (акции предлагаются на бирже) и DPO (акции размещаются эмитентом самостоятельно).

Первичному публичному обращению, как его рассматривает российское законодательство, соответствует только один вид IPO – IPO (SPO). А просто публичному обращению, помимо указанного выше, соответствует еще такой вид IPO, как SЕO (SPO). Говоря другими словами, публичному обращению соответствует SPO.

Таким образом, узаконенным в нашей стране определениям публичного размещения и публичного обращения не соответствует лишь один-единственный вид IPO – Private Offering (PO).

Рассмотрев все виды IPO, можно сделать вывод, что в России существует три подхода к определению понятия IPO.

Самый широкий включает все вышеприведенные виды предложений акций – (DPO, Private Offering, РРО, follow-on и SPO. Более узкий включает в себя лишь первоначальные публичные предложения, когда акции впервые предлагаются к публичному размещению или обращения – IPO (РРО), SPO (IPO) и DPO (IPO). А самый узкий приравнивает IPO лишь к ситуациям, когда акции в первый раз предлагаются к публичному размещению – IPO (РРО) и DPO (IPO).

В 2007 г. наибольшей популярностью среди видов IPO у российских компаний пользовались комбинации IPO (РРО) + IPO (SPO) (8 выпусков, или 36% общего числа IPO) и IPO (РРО) (6, или 26%). Менее популярными были follow-on (4, или 17%) и IPO (SPO) (3, или 13%). Всего лишь по одному выпуску было follow-on + SЕO (SPO) и SЕO (SPO). То есть большинство размещений проводилось с целью привлечения средств в компанию, а не выхода нынешних акционеров из инвестиций.

Как видим, разновидностей IPO много, но в целях унификации понятий всех их можно описывать одним термином – IPO, так как в большинстве своем их объединяет главное – распространение акций среди широкого круга инвесторов, которое происходит публично через фондовую биржу, и преследуемая эмитентом цель – установление рыночной капитализации компании.

**1.2 Цели проведения IPO: российская практика и зарубежный опыт**

Российские компании впервые вышли на рынок IPO (Initial Public Offerings) 15 лет назад. Однако в экономической литературе до сих пор практически не исследованными остаются цели, которые ставят отечественные эмитенты при проведении первоначального публичного предложения своих акций.

Единственный документ, предусмотренный российским законодательством, в котором должна содержаться информация о целях эмиссии и направлениях использования средств, полученных в результате размещения эмиссионных ценных бумаг, – это проспект ценных бумаг (заметим, что российское законодательство не требует от эмитентов раскрытия информации о причинах проведения IPO). Порядок регистрации данных проспектов регламентируется Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов, утвержденных Приказом ФСФР России от 25.01.2007 №07-4/пз-н (далее – Стандарты эмиссии).

При IPO, как его определяет российское законодательство, акции могут размещаться только через открытую подписку. Следовательно, согласно п. 2 ст. 19 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" и п. 2.1.3 Стандартов эмиссии, государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) акций, размещенных в ходе IPO, должна сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг.

Однако за рубежом, в отличие от российского законодательства, IPO понимается шире: это еще и первичное публичное обращение ценных бумаг на вторичном рынке (secondary market). Предлагая инвесторам в рамках IPO старые акции, эмитент сначала должен зарегистрировать проспект ценных бумаг, если этого не было сделано ранее. Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 09.10.2007 №07-102/пз-н (п.4.4), устанавливает обязательность регистрации проспекта ценных бумаг для допуска акций к торгам у организатора торговли.

В соответствии с Положением о раскрытии информации (прил.8, п.Б, пп.3.4) в проспекте ценных бумаг должны указываться цели эмиссии и направления использования средств, полученных в результате сделки (взаимосвязанных сделок) или иной операции (приобретение активов, необходимых для производства определенной продукции, товаров, работ или услуг; приобретение долей участия в уставном капитале иной организации; уменьшение или погашение кредиторской задолженности или иных обязательств эмитента) отдельно указываются:

* описание сделки или иной операции, в целях которой осуществляется эмиссия ценных бумаг, а при сделке, в совершении которой имеется заинтересованность, также сведения об одобрении ее уполномоченным органом управления эмитента;
* цели, на которые предполагается использовать средства, полученные от размещения ценных бумаг;
* предполагаемая цена (стоимость) сделки (взаимосвязанных сделок) или иной операции;
* окупаемость производимых затрат на основе прогнозируемых финансовых потоков на весь период обращения ценных бумаг.

Практически такую же информацию, за исключением последнего пункта, требует раскрывать Инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 №128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации" (прил. 5 п. Б, пп. 3.4).

Отметим, что в соответствии с п. 2.4.10 и 2.4.13 Стандартов эмиссии регистрирующий орган несет ответственность только за полноту сведений, содержащихся в проспекте ценных бумаг, но не за их достоверность.

Статьей 23 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" при регистрации проспекта эмитенту вменено в обязанность обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, любым заинтересованным в этом лицам независимо от их целей. Если подписка открытая, эмитент обязан также опубликовать сообщение о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, указав при этом порядок доступа любых заинтересованных лиц к содержащейся в проспекте информации. Эта информация публикуется в печатном органе СМИ, имеющем тираж не менее 10 тыс. экземпляров.

В Положении о раскрытии информации (п. 1.6) предусмотрено, что при опубликовании информации в Интернете эмитент обязан обеспечить свободный и необременительный доступ к ней, а также сообщить по требованию заинтересованных лиц адреса веб-страниц, на которых опубликована информация. Также указывается (п. 2.4.4) обязанность эмитента опубликовать текст зарегистрированного проспекта на веб-странице в Интернете не позднее 2 дней с даты опубликования информации о государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) или получения письменного уведомления об этом посредством почтовой, факсимильной, электронной связи.

Текст зарегистрированного проспекта ценных бумаг должен быть доступен в Интернете до истечения не менее 6 месяцев с даты опубликования в Сети либо зарегистрированного отчета, либо уведомления об итогах выпуска дополнительного выпуска) ценных бумаг. Это положение (а зачастую и большие размеры файлов, размещенных в Интернете и содержащих проспекты ценных бумаг) в немалой степени затрудняет доступ к этим эмиссионным документам.

За рубежом принят несколько иной перечень эмиссионных документов. Так, за 1,5–2 месяца до IPO (перед road show) публикуется проект проспекта выпуска ценных бумаг (информационный меморандум) объемом 10–15 страниц. Затем составляется инвестиционный меморандум (предварительный проспект эмиссии), который имеет несколько вариантов от предварительного до окончательного (100–300 страниц), и, наконец, публикуется непосредственно проспект ценных бумаг. Как эмитент предполагает использовать привлекаемые средства, можно узнать из резюме – первого раздела инвестиционного меморандума и проспекта (7–10 страниц).

Следует отметить, что информационный и инвестиционный меморандумы не являются частью эмиссионных документов. В российском законодательстве вообще отсутствуют эти понятия (что, впрочем, не мешает отечественным компаниям использовать такого рода документы для привлечения иностранных инвесторов). Соответственно, не существует и каких-то жестких стандартов или требований к их содержанию.

Рассмотрим в качестве примера проспект ценных бумаг МТС, привлекших в ходе IPO в 2000 г. на НьюЙоркской фондовой бирже 371 млн. долл. В проспекте говорилось: "За период до 2002 г. мы намерены использовать средства, полученные в результате размещения акций, следующим образом:

* 135 млн.долл. – на финансирование инвестиций в сетевую инфраструктуру Московского лицензионного региона;
* 75 млн. долл. – на расширение бизнеса в других наших лицензионных регионах;
* 45 млн. долл. – на приобретение существующих GSM-операторов и держателей лицензий, хотя мы не имеем в настоящее время каких-либо договоренностей или соглашений, касающихся материальных приобретений или инвестиций;
* 50 млн. долл. – на финансирование инвестиций в новые услуги мобильной связи, такие как доступ в Интернет, повышение скорости передачи данных и другие современные мобильные технологии телекоммуникации".

Надо сказать, что, по западным меркам, в данном проспекте пути использования поступлений раскрыты неполно, и, следовательно, обязательства не слишком связывают руки менеджменту, так что если возникнет какая-нибудь благоприятная возможность, компания сможет воспользоваться ею.

**Российская практика**

Раздел проспекта ценных бумаг об использовании средств от размещения акций, составленного по зарубежным стандартам, содержит значительно больше информации, чем раздел проспекта, составленного в соответствии с требованиями российского законодательства. Данный вывод сделан после изучения ряда находящихся в свободном доступе проспектов акций 7 российских акционерных обществ. В выборке представлены по два IPO за 2005-й и 2008 г. и три IPO за 2007 г. (Таблица 1)

Таблица 1. Данные о IPO российских компаний

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ОАО | Сектор | Год проведения IPO | Привлеченные средства, млн. долл. | Биржа |
| Лебедянский | Пищевая промышленность | 2005 | 151,2 | РТС, ММВБ |
| Северсталь-авто | Машиностроение | 2005 | 134,994 | РТС, ММВБ |
| Полиметалл | Металлургия | 2007 | 605,0 | LSE, РТС, ММВБ |
| Банк "Санкт-Петербург" | Финансовый сектор | 2007 | 274,0 | РТС, ММВБ |
| Аптечная сеть "36,6" | Розничная торговля | 2007 | 110,4 | РТС, ММВБ |
| ТГК-7 | Электроэнергетика | 2008 | 466,0 | РТС |
| Группа "Черкизово" | Пищевая промыщленность | 2008 | 70,8 | РТС |

Все проспекты акций этих компаний весьма объемны. Наибольший у ОАО "Банк "Санкт-Петербург" – 823 страницы, наименьший у ОАО "Северсталь-авто" – 288 страниц. Однако целям эмиссии и направлениям использования средств, полученных в результате размещения акций, в каждом из проспектов посвящено всего несколько строк.

Самыми распространенными целями проведения IPO (таблица 2) являются увеличение капитала, привлечение средств на финансирование инвестиционных проектов и развитие бизнеса (об этом заявили все компании, кроме ОАО "Лебедянский").

Таблица 2. Основные цели проведения IPO

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Эмитент, ОАО | Цели эмиссии и направления использования средств, полученных в результате IPO | | | |
| увеличение капитала, привлечение инвестиций | уменьшение долговой нагрузки | Финансиро-вание приобретения новых активов | допуск акций к публичному обращению, повышение прозрачности и информационной открытости бизнеса |
| Лебедянский |  |  |  | + |
| Северсталь-авто | + |  |  |  |
| Полиметалл | + | + |  |  |
| Банк "Санкт-Петербург" | + |  |  |  |
| Аптечная сеть "36,6" | + | + | + |  |
| ТГК-7 | + |  |  |  |
| Группа "Черкизово" | + |  | + |  |

Такие цели, как уменьшение долговой нагрузки (реструктуризация заемных обязательств, погашение кредитов) и финансирование приобретения новых активов, указали в проспекте ценных бумаг лишь по две компании – Полиметалл, Аптечная сеть "36,6" и Группа "Черкизово", Аптечная сеть "36,6" соответственно. В проспекте ОАО "Лебедянский" заявлено в качестве цели IPO "допуск акций к публичному обращению путем обращения их на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг и путем предложения акций неограниченному кругу лиц". Причина здесь одна – в ходе данного IPO акции продавали исключительно прежние акционеры. Схожие результаты о заявленных целях IPO выявлены при изучении российской экономической литературы, а также при опросе, проведенном среди британских компаний, получивших листинг на Лондонской фондовой бирже.

Заметим, что увеличение капитала, как и уменьшение долговой нагрузки, преследует одну и ту же цель. Единственное отличие в том, что, обозначая в качестве цели реструктуризацию заемных обязательств, компания открыто признает, что долговая нагрузка стала чрезмерной и текущих доходов недостаточно для ее погашения. Указывая же в качестве цели привлечение средств на финансирование инвестиционных проектов, предприятие вынуждено использовать более дорогой источник привлечения капитала, каковым является выпуск обыкновенных акций, так как более дешевые (выпуск корпоративных облигаций или привилегированных акций, нераспределенная прибыль) уже исчерпаны.

Во всех рассмотренных проспектах ценных бумаг отсутствует конкретная информация о направлениях использования средств, вырученных в ходе IPO. Например, в проспекте ОАО "Полиметалл" отмечается, что "эмитент планирует инвестировать средства для создания совместного предприятия с компанией AngloGold Ashanti". При этом нет сведений ни о предполагаемой сумме инвестиций, ни о профиле совместного предприятия, ни о сроках его создания.

Аналогично в проспекте ценных бумаг ОАО "ТГК-7" информация ограничивается лишь сообщением о том, что "эмитент планирует направить средства, полученные в результате размещения акций, на финансирование реализации своей инвестиционной программы, предусматривающей строительство новых производственных мощностей". Остается неясным: какие производственные мощности будут при этом создаваться, в какие сроки и какой экономический эффект планируется? В ОАО "Северсталь-авто" в проспекте ценных бумаг вообще указано, что на дату утверждения проспекта руководство эмитента "не выработало понимания о конкретных направлениях использования полученных в результате размещения дополнительных акций средств".

В связи с этим надо признать, что ситуация, когда компании могут привлекать средства с помощью IPO, детально не обсуждая то, как они намереваются использовать эти ресурсы, характерна для рынков "горячих" новых эмиссий (рынков-"быков") по всему миру.

По итогам произведенного анализа проспектов ценных бумаг российских эмитентов можно сделать следующие выводы. Цели IPO российских компаний и предполагаемые направления использования средств, полученных в результате размещения акций:

* приводятся очень кратко;
* они крайне формальны и расплывчаты, не дают представления о реальном использовании денежных средств и тем самым предоставляют полную свободу действий руководству компаний в отношении поступлений от IPO;
* не позволяют в дальнейшем проследить, как используются средства, вырученные в ходе IPO;
* не несут полезной информации ни для потенциальных инвесторов, ни для аналитиков.

Учитывая это, целесообразно предложить законодательно закрепить более жесткие требования к раскрытию эмитентами информации о целях IPO и направлениях использования полученных средств, в частности, обеспечить на постоянной основе свободный и необременительный доступ в Интернете к документам, содержащим информацию о целях IPO и направлениях использования полученных средств, а также стоимость этих проектов, сроки их осуществления и экономический эффект от их реализации.

Если компания не выполняет свои обещания, касающиеся использования привлеченных средств, и/или скрывает истинные цели IPO, новых акционеров может защитить право обратного выкупа своих акций по цене не ниже той, по которой они предлагались в ходе IPO.

**2. Текущая ситуация на рынках IPO**

**2.1 Особенности выхода российских компаний на двойное IPO**

Выход на публичное размещение для любой компании-эмитента – это важный шаг для дальнейшего развития, в частности для привлечения капитала, инвесторов как российских, так и западных, формирования публичного имиджа компании.

На сегодня наиболее известными биржами для выхода компаний на публичное размещение акций являются Лондонская (LSE), Нью-Йоркская (NYSE). Все чаще эмитенты обращают внимание на Токийскую биржу (TSE), однако хотелось бы обратить внимание на скандинавские рынки, а именно Стокгольмскую биржу (NASDAQ OMX). Сегодня эта биржа становится международной площадкой в полном смысле этого слова, так как ее

Объединение с NASDAQ дает ее участникам выход на американский рынок. До объединения с NASDAQ биржа ОМХ Nordic Exchange являлась шестой по величине биржей в Европе, и ее капитализация составляла около 930 млрд евро. По числу торгуемых компаний эта биржа являлась четвертой в Европе.

**Процедура выхода**

Для начала отметим, что первичное размещение только на стокгольмской бирже (и вообще за пределами России) практически невозможно, так как ФСФР России требует, чтобы объем размещения за пределами Российской Федерации был не более 30% общего объема акций эмитента и не более 70% объема размещаемой эмиссии акций (в соответствии с приказом от 12 января 2006 г. №06-5/пз-н "Об утверждении положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации").

Для выхода на двойное IPO в Швеции эмитенту необходимо пройти все процедуры размещения на российском рынке ценных бумаг.

На основании Федерального закона "О рынке ценных бумаг" основными процедурами при эмиссии акций в России являются следующие:

* принятия решения о размещении;
* утверждение решения о выпуске;
* государственная регистрация выпуска;
* размещение акций;
* государственная регистрация отчета об итогах выпуска.

Кроме того, компания должна получить разрешение ФСФР России на размещение своих акций за пределами Российской Федерации. После получения разрешения компания-эмитент должна пройти ряд процедур для размещения акций на шведской площадке в зависимости от выбранного варианта размещения.

В первую очередь стоит обратить внимание, что существует несколько вариантов выхода российских компаний на шведскую биржу (собственно как и на другие иностранные биржи).

К возможным вариантам выхода на стокгольмскую биржу можно отнести варианты выпуска SDR (Swedin Depositary – шведские депозитарные расписки), выпуска акций шведского холдинга, созданного на базе российских активов. Ниже рассмотрим подробнее указанные варианты выхода.

*Вариант 1.* Выпуск шведских депозитарных расписок (SDR). К характерным особенностям выпуска расписок можно отнести необходимость создания проспекта эмиссии как основную бумагу, так и на расписки (SDR) уже по правилам биржи.

При выходе на двойное IPO часть бумаг обращается на российской бирже, на часть бумаг будут выпущены SDR в соответствии с правилами их выпуска. Обычно при определении соотношения акций/ SDR рекомендуется соотношение 30 на 70.

При выпуске SDR основными участниками, как правило, являются Шведский банк, который выпускает расписки. Центральный депозитарий (CSD), осуществляющий хранение акций, сертифицированный адвайзер. Депозитарий в данном случае также будет осуществлять реализацию прав шведских акционеров (участников купивших SDR).

Сама схема выхода включает ряд процедур, которые проходит каждая компания, решившая осуществить IPO. Конкретизация этих процедур во многом определяется параметрами компании.

*Общая схема выхода на Стокгольмскую площадку:*

* подписание соглашения с сертифицированным адвайзером;
* подписание договора между компанией и шведским банком, специализированным депозитарием;
* подготовка и подача документов (проспект, описание компании) на регистрацию SDR, подписание депозитарного соглашения (со шведским депозитарием);
* регистрация SDR и опубликование проспекта;
* встречи с инвесторами (road show);
* размещение.

При выходе на Стокгольмскую биржу необходимо наличие сертифицированного адвайзера, который оказывает компании полную информационную поддержку в процессе размещения и обращения SDR. Адвайзер также принимает функции консультирования компании по воросам раскрытия информации, а также контроля за раскрытием информации в соответствии с международными требованиями, соответствия компании требованиям биржи, оперативный контроль по информированию инвесторов об изменениях в компании, раскрытие существенных фактов, финансовый контроль.

Этот вариант размещения соответствует по своим принципам размещению ценных бумаг, например в форме АDR или GDR.

*Вариант 2. Шведский холдинг.* На основании Федерального закона "О рынке ценных бумаг" российские эмитенты могут размещать акции на западных биржах путем размещения акций иностранных эмитентов, удостоверяющих право владельцев акций российской компании.

Этот вариант выпуска для ОМХ предполагает выпуск шведских акций созданной шведской холдинговой компании. Создаваемая компания может иметь собственниками существующих акционеров компании и владеть 100-процентным пакетом акций российской размещаемой компании или группы компаний.

Формирование холдинга осуществляется следующим образом:

1. создание шведского холдинга;
2. перевод активов (пакетов акций);

Дальнейшие процедуры выпуска регулируются на основании шведского законодательства о выпуск ценных бумаг, также с привлечением сертифицированного адвайзера и других участников процесса, упомянутых в варианте 1.

Существуют варианты создания как холдинга, включая оффшорные компании, так и создания шведского холдинга, напрямую владеющего российскими активами.

При создании шведского холдинга у компании появляется ряд налоговых преимуществ, связанных с принятым в 2003 г. в Швеции законодательством, согласно которому шведская компания освобождается от налогообложения доходов при приросте капитала и от налога на получаемые дивиденды.

**2.2 IPO-2010 г., перспективы и тенденции рынка**

первичный публичный акция проспект эмитент

По данным исследования THOMSON REUTERS, в первом полугодии 2010 г. объем рынка первичных публичных размещений достиг максимальных значений IV кв. 2007 г.

По отношению к аналогичному периоду 2009 г. рынок IPO вырос в 7,2 раза –с 13 млрд до 93,9 млрд долл.

Обращает на себя внимание структура рынка IPO 2010 г.: на развивающиеся страны пришлось 52% от общего объема размещений первого полугодия, а на Китай – 36% от общего объема.

Неоднозначность ситуации на мировых фондовых площадках в последние 3 мес. Отразилась на рынке IPO, объем которого снизился по отношению к I кв.

Во II кв. 2010 г. на фоне опасений относительно сворачивания правительственных программ стимулирования, разрастания европейского долгового кризиса и, как следствие, ожидания высокой волатильности на фондовых рынках существенно выросли риски размещения акций не по самому удачному сценарию. Первичные публичные размещения отменялись одни за другими по всему миру, многие компании вынуждены были снизить ценовые предложения. За этот период было отложено 50 IPO – максимальный показатель за 6 кварталов – на сумму 13,2 млрд долл. Создалось впечатление, что европейский бюджетный кризис нагнал еще более мрачное и темное облако, чем то, которое накрыло Европу после извержения исландского вулкана Эйяфьятлайокудль.

Тем не менее, согласно данным Dealogic, 295 участников привлекли 42 млрд долл. в сравнении с 274 компаниями и 51,5 млрд в I кв. В долларовом пересчете снижение составило 18%. В 2009 г. ситуация с первичным предложением бумаг была плачевнее: по итогам II кв. проведено всего 89 IPO на сумму в 11,4 млрд долл.

Однако серьезный спад наблюдался в секторе вторичных размещений акций компаний. Всего объем SPO во II кв. 2010 г. составил 84 млрд долл., с начала года – 185,1 млрд долл. по сравнению с 288,5 млрд долл. в первом полугодии 2009 г. Это наиболее низкий показатель с 2005 г. При этом, как отмечалось, глобальная активность на рынках капитала во втором полугодии 2010 г. оказалась не такой слабой, как ожидалось: по отношению к первому полугодию 2009 г. ее снижение составило 7% при объеме в 314,5 млрд долл.

Как бы то ни было, банкиры в один голос заявляют, что они не разочарованы итогами 2010 г. и оптимистично настроены на работу во втором полугодии. "Нас ожидает подъем рынка IPO во второй половине года", - отмечают аналитики Wells Fargo & Со. "Мы надеемся, что волатильность на рынках снизится с текущих уровней, и это позволит компаниям успешно выходить на рынок".

По мнению аналитиков брокерской компании FBS Holding Inc, должны еще произойти довольно громкие IPO компаний мирового масштаба, которые, несомненно, приведут к общему оживлению рынка первичных размещений, хотя в количественном выражении во второй половине 2010 г. вряд ли будет поставлен новый рекорд.

Инвесторы всего мира обсуждают крупнейшее в истории IPO, состоявшееся 15 июля 2010 г., - китайский банк Agricultural Bank of China Ltd. Привлек 23 млрд долл. путем продажи 14% капитала в Шанхае и Гонконге. На очереди итальянская энергетическая корпорация Еле/ Green Power, использующая возобновляемые источники энергии, которая проведет листинг в Милане и Мадриде этой осенью на сумму в 3 млрд евро (3,67 млрд долл.). Американская НСА Inс, оператор крупнейшей в США сети частных больниц планирует получить по итогам IPO 4,6 млрд долл.

"Это будет лето больших, смелых и красивых IPO. Компании с крупными размещениями, известными именами, занимающие лидирующие места в своих отраслях – такие сделки мы ожидаем увидеть", - говорит Дан Каммингс, глава департамента рынка капиталов в Bank of America Merrill Lynch.

По итогам первого полугодия лидером рынка IPO остается Китай, ввиду сильных макроэкономических данных и положительной динамики экономического роста. "Число будущих IPO в Китае составит значительную часть от общего объема глобальных размещений, - прогнозирует Джин Ульрих, управляющий директор по китайскому рынку JPMorgan Chase & Со. – Мы ожидаем спрос со стороны как китайских, так и международных инвесторов".

"Китай сейчас находится в стадии роста экономики с рекордным объемом сбережений домохозяйств, в абсолютном выражении он составляет 3 трлн, а в относительном – 55% от ВВП", - отмечает Пауль Шульте из гонконгской Nomura Securities.

Согласно прогнозам Pricewater-houseCoopers, китайские компании в 2010 г. привлекут около 500 млрд юаней (74 млрд долл.) в ходе 300 IPO, что более чем в 3 раза превысит показатели 2009 г. Аналитики PwC предполагают, что число китайских IPO достигнет исторических максимумов по итогам текущего года.

Во II пол. этого года на рынок вышло 109 китайских компаний, которые собрали 16,5 млрд долл., что очень близко к показателям I кв. – с 103 размещениями на сумму в 18,1 млрд долл. Для сравнения: во II кв. 2009 г. в Китае прошло только 13 листингов на 2,9 млрд долл. "Инвестиционный климат в Китае на порядок выше, чем в США или Европе", - отмечают в Deutsche Bank AG.

Кроме того, ряд китайских компаний надеются дебютировать в США в 2010 г., хотя, скорее всего, большинство этих структур проведет IPO в родных стенах, в Шанхае или Гонконге.

Интерес американского рынка к китайским компаниям в этом году по сравнению с прошлым сезоном явно убавился. Теперь многое будет зависеть от конъюнктуры на внешних рынках.

В целом ожидается рост числа IPO со стороны китайских компаний, в особенности в секторе высоких технологий, здравоохранения и образования. Однако риск коллапса раздутого рынка недвижимости и радикальные правительственные меры по ужесточению монетарной политики могут серьезно повлиять на ситуацию, ограничив число претендентов, планирующих привлечь дополнительный капитал на рынке IPO.

Европе, которая оказалась в этом году в эпицентре кризиса суверенного долга, все-таки удалось улучшить свои результаты, полученные во время спада на рынке IPO в 2009 г. В европейском регионе IPO провели 46 компаний на 10 млрд, что превышает 15 прошлогодних размещений на сумму в 267 млн долл. В I кв. 2010 г. 42 компании закончили процедуру листинга на сумму в 8,6 млн долл.

В США во II кв. 29 компаний привлекли 4 млрд долл., став публичными, тогда как в I кв. на открытый рынок вышли только 22 компании, которым удалось собрать 3,7 млрд долл. За этот период только 8 компаний увеличили свой капитал более чем на 1 млрд долл.

Однако заслуживает внимания и тот факт, что американские компании в апреле-июне подали самый значительный объем заявок на проведение первичных размещений акций с 2007 г., последнего периода "бычьего" рынка. Более 90 компаний обратились в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) в этот период за разрешением на размещение акций на общую сумму 23,6 млрд долл., свидетельствует расчет агентства Bloomberg. II \_В. начался с размещений 17 компаний в апреле, что стало рекордом этого года.

Но в отличие от Европы и Азии, ни одно из американских IPO не превысило отметку в 1 млрд долл. Более дюжины размещений провалились, по многим сделкам пришлось снизить цены, так как инвесторы настороженно отнеслись к риску из-за волатильности на фондовых рынках.

"Никто не мог бы предвидеть, что окна IPO откроются и закроются на рынке именно так, как это произошло. Многое объясняется действием негативных внешних факторов, которые невозможно предсказать по определению", - отмечают в UBS AG.

Что касается ближайших перспектив, то активность на мировом рынке IPO с большой вероятностью сохранится до конца 2010 г. благодаря росту стабильности, высокому уровню ликвидности рынков и большому объему планируемых сделок IPO. По последним подсчетам Reuters, всего в мире планируются IPO на общую сумму 137,8 млрд долл.

Однако значительного прироста числа IPO во втором полугодии ожидать не стоит, причин тому несколько.

В 2008-2009 гг. планы многих компаний по IPO оказались сорваны из-за крайне слабой рыночной конъюнктуры. Сегодня на рынок выходят многие компании, которые хотели разместиться 1-1,5 года назад. Таким образом, создается эффект "отложенных IРО", который в скором времени может сойти на нет, в результате чего активность может заметно поубавиться.

Помимо того, возможно ужесточение монетарной политики в США, Канаде и ряде других стран. В данном случае приток "дешевых денег", благодаря которым на фондовые рынки поступил колоссальный объем ликвидности, начнет сокращаться. Потребности правительств разных стран в заимствованиях продолжают расти, и это может привести к выводу денег из рисковых активов, что негативно отразится на рынке первичных размещений.

**Заключение**

Выход на публичное размещение для любой компании-эмитента – это важный шаг для дальнейшего развития, в частности для привлечения капитала, инвесторов как российских, так и западных, формирования публичного имиджа компании.

Рассмотрев все виды IPO, можно сделать вывод, что в России существует три подхода к определению понятия IPO.

Самый широкий включает все виды предложений акций – (DPO, Private Offering, РРО, follow-on и SPO). Более узкий включает в себя лишь первоначальные публичные предложения, когда акции впервые предлагаются к публичному размещению или обращения – IPO (РРО), SPO (IPO) и DPO (IPO). А самый узкий приравнивает IPO лишь к ситуациям, когда акции в первый раз предлагаются к публичному размещению – IPO (РРО) и DPO (IPO).

Как видим, разновидностей IPO много, но в целях унификации понятий всех их можно описывать одним термином – IPO, так как в большинстве своем их объединяет главное – распространение акций среди широкого круга инвесторов, которое происходит публично через фондовую биржу, и преследуемая эмитентом цель – установление рыночной капитализации компании.

По итогам произведенного анализа проспектов ценных бумаг российских эмитентов можно сделать следующие выводы. Цели IPO российских компаний и предполагаемые направления использования средств, полученных в результате размещения акций:

* приводятся очень кратко;
* они крайне формальны и расплывчаты, не дают представления о реальном использовании денежных средств и тем самым предоставляют полную свободу действий руководству компаний в отношении поступлений от IPO;
* не позволяют в дальнейшем проследить, как используются средства, вырученные в ходе IPO;
* не несут полезной информации ни для потенциальных инвесторов, ни для аналитиков.

Учитывая это, целесообразно предложить законодательно закрепить более жесткие требования к раскрытию эмитентами информации о целях IPO и направлениях использования полученных средств, в частности, обеспечить на постоянной основе свободный и необременительный доступ в Интернете к документам, содержащим информацию о целях IPO и направлениях использования полученных средств, а также стоимость этих проектов, сроки их осуществления и экономический эффект от их реализации.

Если компания не выполняет свои обещания, касающиеся использования привлеченных средств, и/или скрывает истинные цели IPO, новых акционеров может защитить право обратного выкупа своих акций по цене не ниже той, по которой они предлагались в ходе IPO.

**Список используемой литературы**

# 1. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 395-ФЗ "О рынке ценных бумаг".

2. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденные приказом ФСФР России от 25 января 2007г. №07-4/пз-н.

3. Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 09.10.2007 №07-102/пз-н.

4. Инструкция ЦБ РФ от 10.03.2006 №128-И "О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации".

5.Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.:ИНФРА-М, 2010.

6. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес, 2007.

7. Лукашов А.В., Могин А. от I до О: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

8. Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

9. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. – М.:ИНФРА-М, 1997.

10. Алексеева И.А., Турченко А.А. // Финансовый менеджмент. – 2009. – №4.

11. Шагардин Д. IPO-2010: итоги первого полугодия // Рынок ценных бумаг. – 2010. – №7.

12. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. – М.:ИНФРА-М, 1997.

13. htpp://www.rcb.ru.

14. htpp://www.offering.ru.

15. htpp://www.nasdaqomx.com.