

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ



А.А. ИВАНОВ

**INVESTOR RELATIONS: ПОВЫШЕ-
НИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПА-
НИИ, РАБОТА НА РЫНКЕ
КАПИТАЛА**

УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ

**ДЛЯ СЛУШАТЕЛЕЙ
ИНСТИТУТА ДЕЛОВОГО АДМИНИСТРИРОВАНИЯ И БИЗНЕСА**

МОСКВА 2022

СОДЕРЖАНИЕ

ТЕМА 1. Предмет Investor Relations (IR), место IR в стратегическом управлении компанией, решаемые с помощью IR задачи

- 1.1. Определение IR.
- 1.2. Место IR в стратегическом управлении компанией. Заказчики и исполнители. Постановка задачи, состав работ, измерение результата.
- 1.3. Решаемые с помощью IR задачи.

ТЕМА 2. Классификация инвесторов. Инфраструктура рынка ценных бумаг для задач IR

- 2.1. Знать своего инвестора. Шкала инвестиционных возможностей различных классов инвесторов.
- 2.2. Интересы инвесторов.
- 2.3. Российские и зарубежные брокеры и биржи.

ТЕМА 3. Повышение капитализации компании. Кейс «Программа повышения капитализации нефтяной компании РИТЭК»

- 3.1. Капитализация компании как высшая ценность vs текущая прибыль.
- 3.2. Инструментарий повышения капитализации.
- 3.3. Программы повышения капитализации как вид специальных проектов. Кейс нефтяной компании РИТЭК.

ТЕМА 4. Работа на рынке капитала. Через векселя и облигации – к IPO. Алгоритм осуществления IPO

- 4.1. Цели IPO.
- 4.2. Место IPO в стратегическом развитии компании.
- 4.3. Оценка возможностей, предоставляющихся для компании на рынке капитала. «Окна» IPO.
- 4.4. Вхождение в проект IPO. Алгоритм подготовки проекта.
- 4.5. Ценовой коридор и определение цены размещения.
- 4.6. Выбор компании – из готовящих размещение или из числа компаний, в которых работают слушатели – для подготовки зачетного проекта «Выход компании Z на IPO».

Цель курса - сформировать у слушателей:

- понимание полезных функций работы с инвесторами для выполнения задач предприятия;
- понимание предмета и инструментария IR;
- практические навыки в постановке задач исполнителям этих работ и измерения результатов. Выработать навыки «квалифицированного заказчика»;

Задачи курса:

- Представить теоретический аппарат связей с инвесторами.
- На практических примерах продемонстрировать результативность IR.
- Научить проводить экспресс-анализ стратегических задач компании и возможностей их исполнения.
- Выработать навыки взаимодействия финансовых менеджеров с подразделениями IR.
- Ознакомить с best practice в секторе IR.
- Совместно проанализировать современное состояние рынков капитала и возможностей конкретных компаний.
- Постараться показать конкурентные преимущества и больший потенциал компаний, живущих по принципу «мыслить, как инвестор» над традиционными компаниями.
- Исследовать на примере конкурентных отраслей успешность / не успешность усилий компаний в работе с инвесторами.
- Представить алгоритм подготовки проекта IPO.
- Имплиcitная задача: повысить квалификацию слушателей как действующих или будущих частных инвесторов.

Методы проведения занятий: лекции, обсуждение, изучение кейсов компаний, в которых работают слушатели.

Форма контроля: защита проекта.

ТЕМА 1. Предмет Investor Relations (IR), место IR в стратегическом управлении компанией, решаемые с помощью IR задачи

1.1. Определение IR

Investor Relations – это инструмент конкуренции за деньги инвесторов.

Почему происходит конкуренция, в том числе, за деньги инвесторов? Природа этого явления лежит в самих экономических основах цивилизации, необходимости максимизировать результат от использования ограниченных ресурсов. Финансы как ресурсы также ограничены. Поэтому акционерам и управленцам высшего и среднего звена необходимо понимать, что любая компания, независимо от масштаба и текущей эффективности – хочет она этого или не хочет, осознает или нет – участвует в конкуренции за финансовые ресурсы.

Функционирование развитых экономик, в которых конкуренция затрагивает все сферы деятельности дополнительно подтверждает этот тезис. На старте эпохи построения капитализма в России многие компании и менеджеры пребывали в состоянии эйфории, предполагая, что в ряде отраслей (нефтегаз, электроэнергетика) состояние финансового благополучия и избытка инвестиционных ресурсов будет перманентным, и инвестиционная привлекательность этих отраслей и крупнейших компаний в них настолько фундаментальна, что не стоит и беспокоиться.

Практика показала, что это далеко не так. Начнем аргументацию даже не с кризисов. Развитие отраслей – появление, к примеру, в нефтяной и газовой отраслях новых амбициозных игроков (НОВАТЭК, Русснефть, приход ExxonMobil, Shell, Total) – приводит к появлению большего числа альтернатив и сценариев для инвестора. Картина рынка становится сложнее и интереснее. Зарубежные компании привносят не только новый уровень отраслевых, но в том числе, финансовых технологий.

Реформа РАО ЕЭС России – другой яркий пример, когда «в одночасье» на рынке появилось с дюжину генерирующих компаний (ОГК / ТГК), несколько распределительных компаний (МРСК) и много десятков сбытовых компаний. Не считая холдинговых структур – Россети, Холдинга МРСК, Интер РАО. Когда акции этих компаний получили хождение в рынке, у инвесторов был шок. В течение нескольких месяцев торги по многим акциям были крайне неактивны. Инвесторы, особенно, иностранные не могли разобраться, чем отличается с точки зрения финансовой эффективности один энергосбыт от другого или одна генерация от другой. Кроме того, задача по привлечению масштабных – в сотни миллионов и миллиарды долларов – инвестиций в создание новых генерирующих мощностей стала задачей №1 для

ОГК/ТГК и холдингов. Многие из них рассчитывали привлечь инвестиции неспешно, в рабочем порядке. На самом деле благоприятный финансовый фон, на котором происходила реформа и который сохранялся около двух лет после разделения РАО ЕЭС, был только «окном возможностей».

Кризис более выпукло проявил необходимость работы с инвесторами и последовательности в проведении экономической политики на уровне правительства и компаний. На самом деле, ничего нового с точки зрения менеджмента кризис не привнес – он только отрезвил всех, напомнил в жесткой форме о ценностях эффективности, управления рисками и конкурентоспособности.

Инструментально Investor Relations – это создание и поддержание системы отношений с существующими и потенциальными инвесторами в интересах выполнения финансовых и бизнес-задач предприятия.

Работа с инвесторами может происходить напрямую. Но чаще взаимодействие, особенно на подготовительных этапах, происходит через медиаторы, инвестиционных аналитиков и деловую прессу.

IR рождался на стыке практики финансовой дирекции и связей с общественностью (Public Relations). От первой сферы IR взял содержательный инструментарий, от второй – формы и творческую составляющую. IR относительно молод: западная практика насчитывает несколько десятков лет, российской пока нет и десяти. 2001-2003 годы – вот «точная» дата появления IR в нашей стране. Состоялось первое российское IPO (компания «Росбизнесконсалтинг», организатор – ИК «Атон»), в крупнейших компаниях (ЛУКОЙЛ, РАО ЕЭС России) были созданы подразделения IR, ЮКОС поборол Кеннета Дарта и начал программу по исправлению негативного имиджа (пакеты миноритариев компании были размыты почти в десять раз) и повышению капитализации...

Понимание предмета связей с инвесторами, потенциала этой сферы для стратегического развития компании – абсолютно необходимое требование к топ-менеджеру.

Отличия PR и IR

- целевая аудитория IR – инвесторы (а не широкие слои общественности);
- медиаторы аналитики и деловая пресса;
- операционное пространство глобально (для инвесторов, участвующих в вашей деятельности деньгами, нет границ для поиска информации, и раз-

ница во времени не играет роли в принятии инвестиционных решений / мгновенная реакция на плюсы и минусы);

- инструментальные отличия.

1.2. Место IR в стратегическом управлении компанией. Заказчики и исполнители. Постановка задачи, состав работ, измерение результата

Как правило, курирует IR в компании член правления – финансовый директор компании. Это вызвано необходимостью управляющего воздействия на компанию с целью работы с инвесторами, осуществления обратной связи от инвесторов к руководству компании, масштабом и значимостью задач, решаемых связями с инвесторами. Нередко в работе с инвесторами директорат забывает о необходимости адекватного взаимодействия с действующими владельцами, особенно, в ситуации моно-собственника или наличие нескольких мажоритариев.

Стратегия компании описывает направления развития. – Развитие связано с инвестиционными проектами. – Инвестиционные проекты требуют вложений. Соответственно, IR способствует привлечению средств, обеспечивая устойчивость и развитие бизнеса. Вклад работы с инвесторами составляет половину успеха. Второе основание – ваша более или менее эффективная регулярная деятельность.

Бывают ситуации, когда IR отстает от уровня развития вашего бизнеса; когда они органично сочетаются; когда IR опережает уровень развития компании. Топ-менеджмент должен понимать каково это соотношение и управлять им. Единого стандарта нет – можно и необходимо использовать различные варианты работы с инвесторами. Главное делать это вовремя и с опережением конкурентов.

Конкурентная борьба происходит при активном взаимодействии с этой сферой. Конкурент «компания 1» смогла привлечь значительные средства на открытом рынке и развилась на новую ступень – «компания 2» осталась при своем и отстала в конкурентной гонке. Это предпосылка к стратегическому поражению.

Владение ситуацией, касающейся активности в вашем сегменте рынка по привлечению инвестиций, адекватная оценка «инвестиционной позиции» в конкурент поле – следующее требование к топ-менеджеру.

С точки зрения рутинного менеджмента – мы можем не каждый день направлять свои усилия на работу с инвесторами, и нам не требуется, если компания не в проекте размещения ценных бумаг или ином, совершать какие-либо проактивные действия. Важно понимать, что компания формирует потенциал работы с инвесторами. Рутинное совершенствование показателей

– это монетки в копилку инвестиционной привлекательности. И на уровне конкурентной позиции явно или неявно происходит постоянная оценка инвестиционных потенциалов.

Еще один аспект. Компаниям любого масштаба необходимо четко понимать свою позицию в поле «слияний и поглощений». Как компании-агрессора, приобретателя активов, так и как компании-цели, представляющей интерес для поглощения. Любая, абсолютно любая (!) компания, независимо от доли и роли государства, текущей рыночной позиции и структуры акционеров, может быть при определенной концентрации ресурсов и усилий поглощена. Акционеры и топ-менеджмент должны понимать все эти «потенциалы» и использовать их в интересах предприятия.

Заказчиком работ выступают акционеры, генеральный или финансовый директор. Исполнителями могут быть внутренние подразделения или внешние подрядчики. Если у вас крупная компания с постоянным потоком работ в этой области, необходимо создание подразделения. Если работы проектные, то подрядчиками могут выступать специализированные IR-агентства или инвестиционные компании. Важно понимать, что первые сильнее в «витринных» технологиях и имиджевом инструментарии; вторые – в финансовом содержании и инфраструктуре. Для успеха проектов рекомендуется взаимодействовать и с теми, и с другими видами подрядчиков. По опыту, нежелательно поручение всего блока работ одному из вида подрядчиков – поскольку они фактически все равно сильнее каждый в своей компетенции и, в российской практике, пока не могут сочетать высокий уровень в содержании и в форме работ одновременно.

Основные виды работ. В ситуации активного проекта рекомендуется такая сетка работ:

- ✓ Презентации для аналитиков – ежеквартально;
- ✓ Представление операционных результатов (сколько добыли, сделали, продали) – ежемесячно;
- ✓ Представление финансовых результатов – ежеквартально (более широкий список адресатов, чем в пункте 1);
- ✓ Создание на сайте раздела для инвесторов, ведение;
- ✓ Проведение опросов аналитиков и журналистов – 1 раз в полгода;
- ✓ Сообщение о наиболее важных новостях компании (избирательность);

- ✓ Формирование инвестиционного имиджа – имидж ценных бумаг не равен имиджу компании;
- ✓ Продвижение имени компании и первых лиц.

Квалифицированный заказчик должен уметь оценивать результаты работы IR-специалистов. В ситуации регулярной работы, когда компания не реализует специального проекта на рынке капитала, интенсивность работ может быть ниже, но перечень остается тем же.

Задачи должны ставиться в двух категориях: финансовый результат (привлечение денег, их цена и условия), имиджевый результат (повышение узнаваемости, лояльности, повышение рекомендаций по акциям, признание результатов инвестиционным сообществом). Измерение результата происходит в абсолютном выражении – состоялся проект или нет, сумма средств, процентные ставки в сопоставлении со среднерыночными и у конкурентов; и в динамике – улучшение параметров привлечения инвестиций по сравнению с прошлыми проектами. Нередко стартовые проекты делаются исключительно для имиджа, когда финансовые условия неважны, а важен сам факт состоявшегося проекта. Важно, чтобы все стороны проекта, и исполнители знали об истинных его целях с самого начала и были правильно мотивированы.

1.4. Решаемые с помощью IR задачи

Становление IR в России происходило медленно, и было похоже на становление PR. Обе сферы доказывали свою необходимость на протяжении нескольких лет. Только по прошествии значимого времени большинству собственников и руководителей стало понятно, что успех практически всех крупных компаний, особенно олигархических холдингов, существенно связан с обеими сферами деятельности.

Плюс в защите интересов IR состоит в том, что эта деятельность является одной из опор в реализации конкретных проектов. IR включается частью в эти проекты, получает свою долю финансирования.

Решаемые задачи:

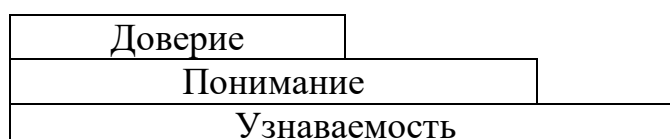
- Вывод акций на рынок (IPO), облигаций
- Повышение капитализации
- Подготовка и сопровождение слияний/поглощений
- Предпродажная подготовка
- Подготовка и проведение собраний акционеров
- Сопровождение корпоративных действий (инвестиционных проектов, реструктуризации и др.)

Работа с инвесторами должна пройти свою эволюцию. Невозможно с чистого листа сделать IPO или привлечь стратегического инвестора. Необходимы и время, и вложения.

Этапы и смысловое содержание работ наглядно можно представить в виде такой «пирамиды». В основании пирамиды – Узнаваемость. Первые несколько лет мы работаем на то, чтобы о нас узнали и нас идентифицировали. В работе с инвесторами узнаваемость должна быть качественного свойства, при этом признака только масштаба недостаточно. «РУСАЛ» - не только крупнейшая алюминиевая компания в мире, «РУСАЛ» имеет самую низкую себестоимость в отрасли». Вот такого рода идентификатор, при этом не обязательно очень благозвучный, необходимо не только придумать, но и донести до сознания инвесторов. Это далеко не просто. Рекомендуются идентификаторы, характеризующие вашу позицию на рынке и показатели эффективности. Естественно, он должен быть уникальным и, по возможности, обеспечивающим отстройку от конкурентов в инвестиционном поле.

Для формирования узнаваемости в России, по опыту, требуется полтора-два года. В среднестатистической ситуации – при напряжении усилий это возможно и за полгода, и даже за квартал. Уровень бюджета зависит от слишком многих индивидуальных особенностей. Можно делать все и без бюджета, тогда необходим сильный креатив – сильная команда и ... адекватный заказчик. Узнаваемость на Западе – это минимум 3-5 лет и несколько миллионов или десятков миллионов долларов.

Далее следует «Понимание». Мы начинаем добиваться понимания инвесторами нашей цепочки создания стоимости и особенностей ведения бизнеса. Это работа с содержанием и также несколько лет активности в России и за рубежом.



Большинство российских компаний находятся в поле «Узнаваемость» или «Понимание». Необходимо также понимать динамику развития компании, поскольку эта система не статична.

Добиваются доверия штучное количество компаний. В России наиболее яркие примеры компаний, кому инвесторы доверяют: ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК, было РАО ЕЭС. Большинство, к примеру, крупных нефтяных и газовых компаний находятся в поле между «пониманием» и «узнаваемостью». Доверие – это интегрированный показатель положительного восприятия работы компании, ее действий на рынке капитала, котировок акций, дивидендной политики, стратегии, высокого уровня корпоративного управления, наличия команды, долгосрочной истории успеха и многого другого. Доверие

воплощается в стоимостном выражении. Это многие сотни миллионов и миллиарды долларов инвестиций.

ТЕМА 2. Классификация инвесторов. Инфраструктура рынка ценных бумаг для задач IR

2.1. Знать своего инвестора

Ни один эмитент в мире не работает со всеми категориями инвесторов. Инвесторы неоднородны, они имеют различные интересы, финансовую емкость и предпочтения. Для успеха в работе с инвесторами необходимо вычленять свои категории инвесторов и целенаправленно с ними работать.

Классификация инвесторов по основным категориям

финансовая емкость – до 1 млрд. долл.	до 100 млрд. долл.		до 1 трлн. долл.	триллионы долл.	
Национальные частные инвесторы	Национальные институциональные инвесторы		Международные частные инвесторы	Международные институциональные инвесторы	
	фонды	отраслевые		фонды	отраслевые
	Отдельная категория инвесторов – государство и группы государств				

Целенаправленная работа с каждой из категорий инвесторов имеет свою существенную специфику, и по содержанию необходимо делить внутри проекта активности для каждой из целевых категорий.

Наибольшей силой в мире обладают западные инвестиционные фонды. До 70% оборота на российском рынке обеспечивается их деньгами. Поэтому позиция фондов в отношении вашей компании, будет во многом определяющей в успехе или неуспехе крупных проектов. Более узкую классификацию фондов (пенсионные и взаимные, хедж-фонды, мезанинные фонды, ...) мы не рассматриваем.

Необходимо понимать разделение институциональных инвесторов на финансовых и отраслевых. Отраслевые инвесторы – это «стратеги», которые могут покупать доли или полный контроль в вашем предприятии с целью осуществления прямых инвестиций или в логике вертикальной или географической интеграции. Сумма требований отраслевых инвесторов к компаниям может быть очень специфической и необязательно связана с финансовой эффективностью компании.

Государство выделено в отдельную категорию по двум причинам. Первая: оно может в различных проектах проявлять свое инвестиционное поведение различным образом. Для государства не все определяется только финансовыми резонами. Социальные обязательства, необходимость сохранения стратегических предприятий и отраслей, борьба за экономическое позицио-

нирование в мире накладывают свою специфику на инвестируемые государством проекты. Вторая причина: государства тоже могут быть бедными, поэтому мы не можем поставить его, к примеру, на правой части шкалы инвестиционных возможностей.

2.2. Интересы инвесторов

Интересы каждой из категорий инвесторов можно разложить по трем параметрам: Доходность (желательная), Риски (уровень), Ликвидность. В строгом смысле ликвидность входит в понятие рисков, но для более точного моделирования и для управленцев, не имеющих большого опыта работы с ценными бумагами, лучше рассматривать этот параметр как отдельный и самостоятельный.

Частные инвесторы:

- Доходность – требуется доходность, превышающая инфляцию и депозитные ставки. Для западных инвесторов – также требуется страновая премия.
- Риски – высокая, реже средняя чувствительность к рискам.
- Ликвидность – высокая чувствительность.

Институциональные инвесторы:

- Доходность – не обязательно высокая доходность на коротком периоде времени. Это определяется индивидуальными задачами классов фондов и отдельных фондов. Требуется страновая премия.
- Риски – меньшая чувствительность к рискам в периоде времени. Более системный подход в оценке рисков.
- Ликвидность – не обязательно высокая ликвидность.

Интересы инвесторов также имеют особенности, связанные с отраслевыми, историческими, географическими предпочтениями. К примеру, исторически акции угольных компаний торгуются в Торонто, поэтому российские угольщики (к примеру, планирующий на конец 2010 года размещение СУЭК) будут в числе других биржевых площадок опираться и на возможности Торонтской биржи.

Важно не быть в плену стереотипов. Не переоценивайте инвестиционную привлекательность компании, отрасли или страны. Ваша компания может быть интересна инвесторам совсем не по тем причинам, по которым вы считаете. Диагностируйте этот инвестиционный интерес как можно точнее и помните, что волны интереса – очень динамическая субстанция.

2.3. Российские и зарубежные брокеры и биржи

Представители инвестиционных посредников также неоднородны. Инвестиционные компании или брокеры, управляющие компании, фонды отличаются по природе своего бизнеса. В интересах вашего проекта необходимо концентрировать работу с той или иной группой посредников. Выделяют «sell-side», продающую сторону, и «buy-side», покупающую сторону.

Продающая сторона – это брокеры. Они с вами, можно сказать, по одну сторону баррикад, когда вы размещаете ваши ценные бумаги. Они вместе с вами заинтересованы в продаже ценных бумаг, поскольку брокеры генерируют прибыль от комиссий с оборота. Деньгами в конечном счете «голосуют» клиенты брокера. Вы работаете с брокерами и аналитиками брокерских компаний в проектах IPO.

Покупающая сторона – это управляющие компании и фонды. Они «голосуют» за ваши ценные бумаги своими деньгами. С ними вы – по разные стороны баррикад. Эта аудитория – если вы размещаете долговые инструменты, в основном, облигации.

Необходимо понимать также специализацию бирж, которая может быть не только эмпирически сложившейся, но и иметь разницу в экономическом функционировании.

Глобальные биржи характеризуется наиболее высокой капитализацией и объемами торгов, наибольшей ликвидностью. На глобальных биржах обращаются ценные бумаги самых известных компаний, которые нуждаются в привлечении масштабного финансирования под свои проекты.

Примером глобальных бирж могут служить NYSE и LSE. В Азии статус глобальной имеет Токийская фондовая биржа. Этого же статуса пытается достичь американская электронная биржа NASDAQ. Глобальные фондовые биржи предоставляют наиболее эффективный доступ к капиталам крупных институциональных инвесторов. По капиталу, привлеченному в ходе первоначальных размещений, лидируют Нью-Йорк, Лондон и Гонконг. По вторичным размещениям лидером является Нью-Йорк.

Что касается предпочтительности той или иной схемы, то определяющую роль здесь во многом играют правила, устанавливаемые регулятором. Позиция ФСФР, заключается в том, что, если компании выпускают депозитарные расписки, то позже, «когда придет время», они смогут вернуться в Россию, поэтому регулятор относится к выпуску расписок достаточно мягко. В случае, если компания регистрирует за рубежом компанию-оболочку, такого возврата не происходит: после IPO она становится по сути иностранной

публичной компанией, акции которой обращаются на зарубежных площадках. ФСФР считает это «колониальным» путем развития.

Работа с иностранными акциями и технология размещения за рубежом с использованием депозитарных расписок лучше всего отработана американскими банками, поэтому специфику данного способа размещения акций рассмотрим на примере американских депозитарных расписок — АДР. Они бывают трех уровней. Для включения в биржевой листинг достаточно выпуска АДР первого или второго уровня на уже существующие акции.

Характеристики различных типов депозитарных расписок

	Расширение базы акционеров		Привлечение нового капитала		
	Уровень 1	Уровень 2	Публичное предложение, Уровень 3	Частное размещение, Rule 144A RADR	Глобальные депозитарные расписки
Акции	Существующие акции	Существующие акции	Новые акции	Новые акции	Новые акции
Описание	Не проходит листинг	Листинг на биржах	Размещение и листинг на биржах	Частное размещение в США среди квалифицированных институциональных инвесторов	Глобальное предложение на двух или более биржах
Торговая площадка	OTCBB и «розовые листы»	NYSE, AMEX, NASDAQ	NYSE, AMEX, NASDAQ	Рынок частных размещений, PORTAL	PORTAL, биржи в США и других странах
Регистрация в SEC	Регистрация по Form F-6	Регистрация по Form F-6	Form F-1, Form F-6 ДЛЯ первоначального публичного размещения		В зависимости от структуры сделки - 144A или Уровень 3
Отчетность	Освобождение согласно Rule 12g3-2(b)	Form 20-F подается ежегодно	Form 20-F подается ежегодно. Короткие формы F-2 и F-3 для последующих размещений	Освобождение согласно Rule 12g3-2(b), предоставление информации по требованию	В зависимости от структуры сделки - 144A или Уровень 3
Метод учета		Отчетность должна быть частично приведена в соответствие с GAAP	Отчетность должна полностью соответствовать GAAP		
Стоимость, \$	< 25тыс.	200тыс. - 500тыс.	500тыс. - 2млн	250 тыс. — 500 тыс.	

Источник: Данные SEC.

Что касается стоимости процедуры, то самое дорогое IPO ожидает эмитента в США. Американский фондовый рынок — самый большой в мире по общей рыночной капитализации компаний, торговому обороту, привлечен-

ным средствам и количеству инвесторов, но вместе с тем обладает жестким государственным регулированием, еще более усилившимся после серии корпоративных скандалов.

В связи с этим российским эмитентам при выборе торговых площадок необходимо сопоставлять масштабы деятельности компании, объемы привлекаемых средств и соответствующие расходы на реализацию проекта. Очевидно, что при значительных объемах размещения ценных бумаг затраты на проведение IPO и обращение депозитарных расписок на американских биржах вполне оправданы

ТЕМА 3. Повышение капитализации компании. Кейс «Программа повышения капитализации нефтяной компании РИТЭК»

3.1. Капитализация компании как высшая ценность vs текущая прибыль

В конце прошлого века в США развернулась дискуссия о том, что является наибольшей ценностью в работе компании. Ведь в любом бизнеса масса группы интересов: акционеры, топ-менеджмент, сотрудники, общественность, правительство местное и федеральное). В процессе обсуждений и исследований пришли к соглашению, что наивысшей ценностью является капитализация и ее повышение.

В российской ситуации, связанной с периодом первоначального накопления капитала альтернативой этому, является текущая прибыль. Даже некоторые компании, чьи акции имеют многолетнюю историю обращения на фондовом рынке, не ориентируются на капитализацию. Эта ситуация нормальна для современного этапа развития – в будущем, безусловно, она будет меняться к стороне доминирования западной модели.

3.2. Инструментарий повышения капитализации

Для компаний, которые намерены работать на повышение капитализации есть два взаимодополняющих способа: экстенсивный и интенсивный. Первый – это регулярная работа по повышению эффективности. Второй – с использованием дополнительных инструментов рынка ценных бумаг.

Повышение капитализации возможно на заданную величину в определенные сроки.

СПОСОБЫ ПОВЫШЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ:

1. Публичный выкуп акций (share buy-back).
 - 1-а. Погашение казначейских акций.

2. Дробление акций (split).
3. Повышение качества корпоративного управления:
 - Соблюдение прав акционеров и заинтересованных сторон.
 - Наличие эффективного наблюдательного органа.
 - Четкое разделение полномочий и ответственности между органами управления.
 - Выстроенная система управленческой отчетности для наблюдательного органа.
 - Формализованная и прозрачная политика компании, гласная процедура назначения/переизбрания и вознаграждения директоров и руководителей компании.
 - Информационная открытость для акционеров и заинтересованных сторон.
 - Наличие эффективных систем внутреннего контроля и внутреннего аудита.
4. Привлечение западного стратегического инвестора в миноритарии (отраслевого или фонда).
5. Выкуп долей миноритариев / заявление об этом намерении.
6. Продажа непрофильных активов (экономический и внеэкономический эффект).
7. Получение налоговых льгот / «управление» пошлинами и квотами (лоббизм).
8. Повышение дивидендов / начало выплаты дивидендов – для России.
9. Принятие программы сокращения издержек (с конкретикой).
10. Поглощение с целью вертикальной интеграции (в большей степени сбытового «продолжения» бизнеса). Географическая экспансия для компаний национального уровня (как защита от страновых рисков).
11. IPO.
12. Качественное увеличение акций в свободном обращении, free float (к примеру, ММК – с 2% до 10%).

*Реализация программ повышения капитализации как комплекс мер.

Кейс «Программа повышения капитализации НК РИТЭК»

Программа повышения капитализации компании была реализована в 2002-03 гг. совместно ИК «Атон» и PR-агентством Corporate Communications. Автор возглавлял PR-агентство и ранее 4 года был сотрудником названного брокера.

Стартовая ситуация

О компании: одна из немногих НК, созданных с нуля, а не образовавшихся в результате приватизации. Основана в 1992 году как российская альтернатива западным сервисным компаниям. Впоследствии становится не только сервисной, но и добывающей компанией. Основные зоны добычи: ЯНАО, Татарстан. Контрольный пакет акций принадлежит «ЛУКОЙлу»

Объем добычи в 2002 г. – 2,4 млн. тонн. Для сравнения добыча «ЛУКОЙла» на тот период около 80 млн. тонн.

Начало проекта – сентябрь 2002 г.

- цена акций – 0,8 долл. (исторический мин. – 0,6; макс. – 1,8)
- целевая цена акций для 1 этапа – уровень 1,2-1,4 долл.,
- для 2 этапа – более 2 долл.

В целях придания импульса интересу инвесторов начата первая в России публичная программа выкупа собственных акций. Заявлено о намерении выкупить в течение года от 3 до 5% акций по рыночным ценам. Источник финансирования – дополнительные прибыли, получаемые от превышения цен на нефть среднего, заложенного в расчет бюджета компании, уровня.

Уже по результатам первых 4 месяцев действия программы было принято решение о расширении программы выкупа до 10% (максимально разрешенный законодательством объем).

Всегда необходимо вычленив «точки роста».

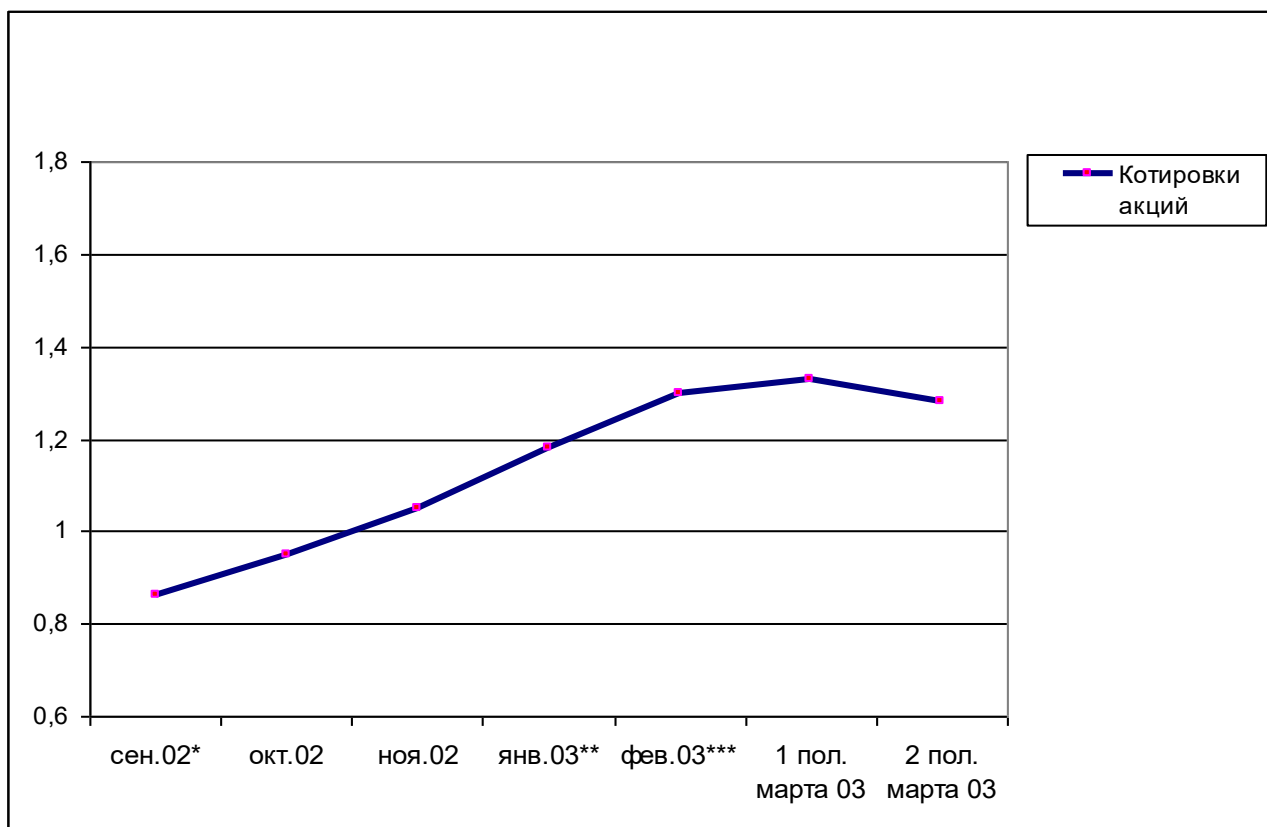
В нашем случае это было:

- Высокая недооценка компании по сравнению с российскими и зарубежными аналогами (расчеты долл./барр. добычи, долл./барр. запасов).
- Высокая динамика роста добычи на собственных месторождениях – 42% в 2002 году при среднеотраслевых 15%.
- Представление результатов по отдельным НГДУ и дочерним компаниям – фактическая иллюстрация того же аргумента.
- Высокая динамика и качество нефти Средне-Хулымского месторождения (рост в 2002 г. на 384% - !).
- При том, что компания входит в сферу влияния «ЛУКОЙЛа» обозначение самостоятельной позиции и перспектив развития как в случае поглощения, так и в случае сохранения самостоятельности

У многих компаний существует ключевой вопрос, связанный либо с неопределенной позицией главного акционера, либо с какими-то фактами корпоративной биографии, стратегическими планами.

Таким вопросом, к примеру, для ЮКОСа в начале нулевых был «какую политику в отношении миноритарных акционеров будет проводить компания после решения проблем с Дартом?». В нашем случае это вопрос: «Будет или нет «ЛУКОЙЛ» консолидировать акции РИТЭКа? И, если да, то в какие сроки?».

И та, и другая ситуация имела свои положительные стороны – необходимо было внести определенность. Вопрос прояснился в ноябре 2002 г. – да, компании будут развивать интеграционные процессы и это будет происходить в течение 2-3 лет.



*Сентябрь. Презентация программы «Стратегия развития компании до 2010 г.» Рост акций на 7%

** Январь. Операционные результаты 2002 года.

***Февраль. Утечка информации в газете «Коммерсантъ» о выкупе 6% пакета акций у «Татнефти».

Результаты программы:

- Рост котировок на 64%.

- Достижение цены в 1,33 долл., уровня поддержки – 1,2 долл.
- Рост капитализации более, чем на 50 млн. долл. (с 80 до 130+).
- Присвоение рекомендации «покупать» 4 инвестиционными компаниями.
- Формирование мнения в инвестиционном сообществе о том, что РИТЭК - компания, заботящаяся о развитии рынка акций.

ТЕМА 4. Работа на рынке капитала. Через векселя и облигации – к IPO. Алгоритм осуществления IPO

4.1. Цели IPO

IPO требует от компании высокой степени зрелости. IPO – наиболее выгодный способ привлечения масштабных инвестиций, поскольку это некредитные ресурсы.

Прежде чем выходить на IPO, компании необходимо определиться с целями размещения.

Типовые цели IPO:

1. Капитал в развитие.
2. Повышение статуса.
3. Получение рыночной оценки.
4. Запуск механизма повышения капитализации.
5. Защита от недружественного поглощения.
6. Получение предпринимательской премии.
7. Сценарий выхода из бизнеса.

Только при полном согласии среди акционеров и топ-менеджмента относительно истинных целей IPO проект будет успешным.

Если компания планирует размещение в перспективе нескольких лет и ранее развивалась только на собственные и кредитные средства, необходимо пройти путь публичных заимствований. Необходимо сформировать положительную историю займов, начиная с вексельных и продолжая облигационными.

4.2. Место IPO в стратегическом развитии компании

IPO – это важный шаг, который обязательно должен быть вписан в стратегию. Проведение размещения должно привлекать деньги не в экстенсивное развитие, а в качественный рост. Для средних и малых компаний это редкий шанс к выходу в «высшую лигу».

Прежде чем проводить IPO необходимо оценить возможности наращивания капитализации другими способами, к примеру, путем частного размещения (private placement). Привлеченные таким образом средства станут не только способом достижения нового уровня бизнеса и капитализации, но вы наработаете историю с участием фондов прямых инвестиций. Это будет еще одним сильным фактором для IPO.

Задача любой компании периодически воспроизводить волны роста компании. Это возможно только при привлечении значительных средств. Важно, чтобы планы компании, завязанные на объем привлекаемых средств, были реалистичными. Не следует избирать вариант размещения из серии «хотим много денег».

4.3. Оценка возможностей, предоставляющихся для компании на рынке капитала. «Окна» IPO

На рынках существуют более или менее благоприятные периоды для размещений. Это сочетание многих факторов. К примеру, пауза с размещениями, связанная с мировым кризисом, вызвала к жизни такое явление, как отложенный спрос. Вместе с тем повысились требования к компаниям – в кризисный период будущему эмитенту необходимо обладать существенными чертами уникальности. Либо иметь значительную долю рынка, либо системное значение для национальной экономики. Плюс на это накладываются волны конъюнктуры цен на те, или иные товары.

Существует мода на отрасли и сегменты. Сейчас, в период спада, таких отраслей-фаворитов не осталось. Прежде всего, важна экономика отдельно взятой компании. И пока нет конвенции насчет наиболее устойчивых и перспективных отраслей после завершения кризиса.

Факторы выбора времени для размещения можно подразделить на те, что зависят непосредственно от компании, и те, что зависят от конъюнктуры рынка, который развивается, подобно остальным рынкам, циклически. От компании требуется завершить все подготовительные процессы - реструктуризацию фирмы, ее преобразование в ОАО, приведение финансовой отчетности в соответствие с МСФО или GAAP, аудит и др. А рынок должен быть готов принять новую эмиссию акций. Так, не стоит размещаться, если параллельно с IPO компании запланировано еще несколько эмиссий на той же площадке: ресурсы инвесторов будут распылены между несколькими эмитентами, и в результате компания не получит максимальной оценки стоимости своих акций. Кроме того, на каждой бирже существуют периоды, неблагоприятные для размещения (Рождество в Америке и Европе или отпускной период в августе).

Следует учитывать и то, когда компании потребуются ожидаемые средства: проведение IPO - довольно длительный процесс, а конъюнктура рынка ценных бумаг постоянно меняется.

Говоря о необходимых мероприятиях в рамках подготовки компании к проведению IPO, нужно понимать, что повышение эффективности деятельности и оптимизация организационной структуры актуальны для многих российских компаний, вне зависимости от того, планируют они размещение или нет. IPO – скорее повод трезво и непредвзято, глазами стороннего инвестора, взглянуть на положение дел в компании. Стремясь убедить будущих инвесторов в своей перспективности и платежеспособности, компания вынуждена реструктурировать долги, добиться привлекательных значений финансовых коэффициентов, провести аудит по международным стандартам и повысить качество корпоративного управления.

«Если раньше реструктуризация затевалась ради получения контроля за финансовыми и материальными потоками», - говорит замдиректора отдела финансового консультирования KPMG Александр Ерофеев, - то теперь она нужна прежде всего для повышения стоимости компании перед планируемым публичным размещением акций или продажей пакета акций стратегическим инвесторам» (Вислогузов В. Российские компании не верят в трудные времена // Коммерсант. 2006. № 87).

Один из самых актуальных вопросов для российских эмитентов - упорядочение юридической структуры. Многие российские компании состоят из нескольких формально не связанных друг с другом организаций, что позволяет им защищать активы и оптимизировать налоги. Для привлечения инвестиций, напротив, необходимо обосновать взаимозависимость таких организаций, составить консолидированную отчетность и убедить инвесторов в платежеспособности, прибыльности и устойчивости этих фирм.

Традиционно исследователями выделяются две основные модели корпоративной структуры – англо-американская (рыночная) и континентальная (контролирующая), характерная для большинства европейских стран. Американские корпорации имеют, как правило, одноуровневую структуру собственности.

Какую бы из моделей ни приняла компания, основным принципом реорганизации в рамках подготовки к проведению IPO должно стать создание инвестиционного ядра - одной или нескольких компаний, по которым можно будет формировать консолидированную отчетность и раскрывать информацию. Обычно в роли такого ядра выступает холдинговая или управляющая компания, в собственности которой находятся пакеты акций компаний - собственников активов и компаний - бизнес-единиц. Путем консолидации от-

четности этих компаний получается сводный баланс, структура которого является удовлетворительной с точки зрения показателей доходности, ликвидности, соотношения активов и пассивов.

После принятия решения о реструктуризации начинается самый важный ее этап - разработка и утверждение программы. Известно, что грамотно проведенная реструктуризация способна серьезно двинуть бизнес вперед. И наоборот, если у реструктуризации нет четкой цели или она проводится "по запросу" владельца, не будучи подкреплена ни стратегией, ни кадрами, ни пониманием текущей ситуации, то реорганизация может дать негативный эффект.

4.4. Вхождение в проект IPO. Алгоритм подготовки проекта

Компания может сделать IPO и своими силами. Но это не принято. Для проекта нанимают профессиональных посредников, инвестиционные компании. Имя брокера, располагаемые ею собственные фонды и доступ к обширной базе инвесторов – вот экономическая основа сотрудничества. Плюс опыт и технологичность.

Для осуществления проекта рекомендуется выбирать организатора по следующим признакам: опыт в вашей отрасли, успешный опыт сопоставимых по объему размещений, соразмерность вашего бизнеса и бизнеса брокера (для симметричных отношений в проекте).

Затем вы совместно формируете полную команду проекта, которая может включать еще нескольких брокеров (для диверсификации усилий и рисков), юридическую компанию, аудитора с функциями оценки и IR-агентство.

Первым содержательным шагом является подготовка концепции IPO. Это внутренний документ, своего рода конституция проекта. Опираясь на концепцию в дальнейшем действуют все участники процесса. Недопустимо изменение концепции в ходе реализации проекта.

В концепции конструируются и находят обоснование основные параметры выпуска:

- основная идея IPO, его цели, рыночная ниша, классы инвесторов, на которые он рассчитан
- характеристики бизнеса, который выводится на рынок, требования к эмитенту
- вид акций, их характеристики как финансового продукта
- номинал акции, порядок индексации (если он предусмотрен)

- требования к эмитенту при подготовке к IPO, общая последовательность его действий
- рынки, на которых будет размещен выпуск; порядок размещения (андеррайтеры, эмиссионный синдикат, если он создается)
- время выхода на рынок
- общая схема взаимодействия с инфраструктурой, платежный агент, регистратор, депозитарий
- информационное и маркетинговое обеспечение выпуска, легенда IPO

Процесс конструирования IPO

Анализ интересов инвесторов, изучение спроса на финансовые продукты, выявление областей несовпадения спроса и предложения



Анализ целевых потребностей эмитента в финансовых ресурсах, в росте прибылей от операций с новыми финансовыми ресурсами, в расширении рыночной ниши на рынке ценных бумаг. Определение основных ресурсных ограничений у эмитента, связанных с выпуском новых ценных бумаг



Установление наиболее общих целей: создание нового финансового продукта или модификации уже выпускаемых ценных бумаг, определение предельных параметров выпуска по объему, доходности, уровню риска и перспективам роста курсовой стоимости



Выбор вариантов видов ценных бумаг, предназначенных к выпуску



Анализ и предварительный выбор различных характеристик, элементов, модификаций ценных бумаг, максимально удовлетворяющих спросу инвесторов и эмитентов. Разработка черновых проектов новых финансовых продуктов



Оценка затрат и финансовой нагрузки на эмитента при различных вариантах выбора ценных бумаг – новых финансовых продуктов



Разработка Концепции IPO

Окончательный выбор и подготовка проекта выпуска ценной бумаги в модификации, удовлетворяющей спросу эмитентов и инвесторов по критериям риска, доходности, ликвидности, финансовой нагрузке на эмитента и его запросов к финансовым ресурсам, привлекаемым на основе фондового выпуска.



Решение организационных вопросов, связанных с выпуском нового финансового продукта

Работа с инвесторами строится на основании инвестиционных меморандумов. Для крупных компаний, как правило, готовится сначала предварительный меморандум, где допустимы небольшие отклонения в финансовых показателях от итоговых. Важно, чтобы модель была цельной и непротиворечивой.

Рекомендуется выбрать бенчмарк для вашего проекта. Чтобы не только ориентироваться на его успех, но и не повторить ошибок предшественников.

Желательно, чтобы показатели вашей компании превосходили среднеотраслевые – чтобы вы были передовым представителем своей отрасли.

Во избежание рисков для крупных размещений применяется также технология «dual track» (двойной путь), когда одновременно компания готовит и IPO, и частное размещение. На этапе пре-маркетинга и за относительно короткий период времени до собственно размещения выбирается один из путей. При благоприятной конъюнктуре – IPO, при неблагоприятной – частное размещение.

Продолжительность этапов подготовки и выхода на IPO зависит от многих факторов: состояния и текущей конъюнктуры рынка, уровня проработанности документов, внутренней готовности участников, сложности прохождения бюрократической процедуры и т.д. Процесс в целом можно разделить на три этапа: до размещения, размещение, после размещения.

I этап. Принятие решения о размещении и подготовка компании. Однозначно точных критериев по поводу того, стоит ли компании трансформироваться в публичную и когда это необходимо сделать, не существует. Такое решение принимается в каждом отдельном случае с учетом всех индивидуальных особенностей компании и состава ее акционеров. Однако в то же время можно выстроить определенный алгоритм стратегии принятия решения, включающий три основных момента:

Для начала, компании необходимо достигнуть определенных финансово-экономических показателей, что позволит ей осуществить IPO. Как отмечалось выше, стоимость размещения достаточно высока и для малых компаний такой источник привлечения финансирования будет неэффективен. Малая компания не будет интересна инвесторам, либо привлечение средств таким способом не принесет успеха, либо цена, по которой инвесторы готовы будут приобрести акции, не удовлетворит запросы владельцев.

Переход компании на качественно новый уровень своего развития. На этой стадии компания уже обрела тот необходимый «вес», который дает ей

возможность проводить эффективное размещение, а также делает ее привлекательным объектом с точки зрения вложения средств в акции компании. Компания начинает разрабатывать крупные инвестиционные проекты, которые требуют привлечения значительных финансовых средств. Рынок уже ждет от нее определенных шагов в сторону публичности, крупный капитал подталкивает компанию к использованию фондового рынка как трамплина к дальнейшему росту.

Фактически компания начинает осуществлять подготовку мероприятий, предшествующих размещению своих акций на бирже. Осуществляются мероприятия, способствующие эффективному выходу, за счет расширения занимаемого сегмента рынка, повышения эффективности деятельности компании, отсекация ненужных направлений, диверсификации всего бизнеса с учетом вывода компании на биржу и пр.

В табл. 3 представлены действия компании на подготовительном этапе.

Таблица 3.

Предпринимаемые компанией действия на подготовительном этапе IPO

Период	Действия
1. В течение минимум 3–4 лет до размещения	Формирование кредитной истории: использование инструментов кредитования, 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
	Выбор банка–андеррайтера и с его помощью: <ul style="list-style-type: none"> • определение параметров размещения: объема размещения, цены акций (и справедливой стоимости пакета в целом), площадки, структуры сделки, структуры инвесторов • разработка плана проекта
	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.
	Принятие советом директоров решения о выпуске (или дополнительном выпуске) акций. Подготовка и публикация протокола заседания совета директоров.
8. За 11–12 месяцев	Формирование проектной команды, выбор партнёров. Главным образом это финансовые и юридические консультанты. Обеспечивают компанию грамотными рекомендациями по осуществлению преобразований и формированию ликвидной рыночной стоимости, а также её документальным оформлением. Компания получает независимую оценку своего бизнеса в рамках становления публичной.
	Подготовка и утверждение решения о выпуске проспекта цен-

до размещения	ных бумаг. Проспект эмиссии – это официальный документ, который готовится компанией-эмитентом, утверждается ее Советом директоров, и содержит существенную информацию об эмитенте и его ценных бумагах. В основном он содержит данные об истории компании, описание ее бизнеса, ожидаемых перспектив и рисков, связанных с инвестициями в данную фирму.
9. За 11 месяцев и более до размещения	Подготовка аналитических отчетов (длительность 6 месяцев) о: <ul style="list-style-type: none"> • отрасли и рынке, • показателях деятельности компании, • стратегии компании, • менеджменте компании.
10. За 10 месяцев до размещения	Проведение due — diligence. Due-diligence – это комплексная оценка состояния дел в компании, причем как отдельных активов, так и всего бизнеса в целом. Включает анализ финансовых, юридических, налоговых и других аспектов деятельности компании с привлечением экспертов.
11. За 9 месяцев до размещения	Государственная регистрация документов в ФСФР (и в SEC при размещении в США). SEC обязывает компании пройти через «период молчания» до истечения 25 дней после начала торгов по акциям. Период молчания – период времени, в течение которого SEC запрещает компаниям говорить что-либо, кроме того, что входит в их проспект и что может быть истолковано как вздувание цены предложения.
12. За 5 месяцев до размещения	Подготовка проспекта по результатам due-diligence
	Обновление оценки стоимости размещаемого пакета (по результатам due-diligence и оценки конъюнктуры рынка)
	Раскрытие информации о компании среди широкого круга инвесторов
15. За 3 месяца до размещения	Определение диапазона цены. Примерные оценки делаются на основе анализ IPO компаний-аналогов, торгующихся на западных биржах, с использованием различных мультипликаторов.
16. За 0,5 — 1,5 месяц до размещения	Выпуск предварительного проспекта эмиссии. Проведение независимого анализа проспекта аудитором. Их роль имеет существенное значение. Аудиторы выступают гарантами достоверности предоставленной эмитентом финансовой и бухгалтерской информации.
17. За 1–2 месяца до размещения	Организация ознакомительного road-show. Проведение road-show, возможно, является одним из ключевых элементов, определяющих успех IPO. Road-show – это презентация размещения акций. В рамках проведения road show формируется цена размещения акций компании на рынке, определяется ожидаемый спрос на них итд.
18. За неделю до размещения	Выпуск окончательного проспекта. Проведение независимого анализа проспекта аудитором

Остается добавить, что средний срок между принятием решения о возможном первичном размещении и началом биржевых торгов для российских компаний составляет около четырех лет.

II этап. Размещение акций компании на бирже. На втором этапе происходит непосредственное размещение акций на бирже. Надо отметить, что ценные бумаги попадают на биржу не автоматически, и далеко не все из них могут быть допущены на биржу. Вопрос о допуске ценных бумаг на биржу решает сама биржа. И именно от биржи зависит, будут ли те или иные ценные бумаги продаваться на данной бирже. Если ценные бумаги какого-либо эмитента принимаются для продажи на бирже, значит, они приняты к котировке и включаются в котировальный список и именуются списочными или листинговыми.

Котировальный список - это список ценных бумаг, отвечающих ряду требований по объемам торгов, ликвидности. Компании-эмитенты этих ценных бумаг должны с определенной периодичностью предоставлять отчетность на биржу. Включение в котировальные списки (листинг) - это своеобразный биржевой знак качества.

Здесь стоит добавить, что отсутствие необходимого объема финансовых ресурсов, не позволяющих обеспечить крупные размещения, приводит к тому, что большинство отечественных эмитентов предпочитают размещаться за рубежом.

В таб. 4 представлены основные требования ФСФР к акциям из котировальных списков.

Таблица 4. Требования к акциям на российских фондовых биржах.

Требования	A1	A2	Б	В	И
Заявитель	Эмитент				Эмитент + УФК
Срок нахождения акций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.	Не более 5 лет
Макс. доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Кол-во размещаемых акций не менее 10%	
Min ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в котировальный список) *	25 млн. руб.	2,5 млн. руб.	1,5 млн. руб.	-	-

Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация <ul style="list-style-type: none"> ▪ обыкновенных акций ▪ привилегированных акций 	10 млрд.руб 3 млрд.руб	3 млрд.руб. 1 млрд.руб.	1,5 млрд.руб .0,5 млрд.руб	- -	(по оценке УФК) 60 млн. руб. 25 млн. руб.
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Min срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования учитывает срок деятельности юр. лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент – только для А1, А2, Б)	3 года	3 года	1 год	3 года	-
Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список	На момент подачи заявления		

Котировальный список «И» (инновационные компании) введен в октябре 2006 года для новых эмитентов, бумаги из него могут приобретать паевые фонды и физ. лица, подписав специальную декларацию о рисках. Отметим, что котировальный список под литерой «В» появился на биржах около года назад и тоже по инициативе регулятора рынка. Так же, как и в новый список «И» в него включаются акции эмитентов-новичков, которые не могут войти в другие списки. Однако за все время его существования в этот список была включена только одна бумага - акции «Роснефти».

Подробно различия в требованиях и процедурах прохождения листинга на ведущих фондовых биржах мира будут рассмотрены в последующих разделах.

III этап. Деятельность во время обращения акций на бирже. Все компании, разместившие свои акции на бирже, утверждают, что IPO с этого только начинается. Рутинная работа с инвесторами, организация публикаций регулярной отчетности, поддержка сайта компании, раскрытие и правильная подача так называемых существенных фактов из жизни компании требуют постоянной работы IR-службы.

Таблица 5. Предпринимаемые компанией действия после осуществления IPO

Период	Действия
1.	Подготовка и утверждение советом директоров отчета об итогах выпуска, публикация информации о существенном факте «сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг».
2.	Регистрация отчета об итогах эмиссии в ФСФР
3.	Стабилизация цены акций (в течение 30 дней). Формирование окончательной цены на акции и определение прогнозных показателей в отношении интереса биржевого сообщества.
4.	Организация вторичного обращения акций на бирже (в случае необходимости).
5.	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.

После завершения IPO, с выходом акций на вторичный рынок появляется возможность оценить, насколько успешным оно оказалось. Во-первых, для эмитента очевидным признаком успеха является тот интерес, который акции вызвали у инвесторов – объем спроса, зафиксированный в книге андеррайтера, и превышение окончательной цены над теми оценками, которые были приведены в меморандуме (проспекте).

Однако многие считают, что критерием удачного размещения является появление ликвидного рынка акций и резкий рост цены акций на вторичных торгах. Очевидно, что в данном вопросе цели эмитента и инвесторов прямо противоположны, – инвесторы, а зачастую и андеррайтер, заинтересованы в высокой премии за первичное размещение, эмитент же заинтересован в обратном. Следует отметить, что эффект «занижения цены размещения» характерен для всех рынков, и IPO российских компаний не исключение. С другой стороны, можно утверждать, что резкое снижение цены акций компании однозначно расценивается как негативный признак, поскольку даже действия андеррайтера не смогли предотвратить падение цен.

Кроме того, существуют и другие факторы, на которые следует обращать внимание – структура и состав инвесторов. По некоторым оценкам, число инвесторов, обычно получающих акции при типичном IPO, не превышает тысячи. Если акции приобрели инвесторы-спекулянты, то вторичный рынок будет ликвидным, но цены могут оказаться весьма волатильными. Если же акции приобрели фонды, то, учитывая длительность их горизонтов инвестирования, это отрицательно повлияет на ликвидность, но стабилизирует цену.

Из всего этого следует вывод, что при проведении IPO, особенно в части определения стоимости акций, компании следует руководствоваться не только собственными оценками, но и принимать во внимание ожидания рынка, которые позволяют значительно повысить стоимость компании и эффективно провести размещение на бирже.

4.5. Ценовой коридор и определение цены размещения

Ключевой вопрос любого размещения – ЦЕНА. Вокруг цены и происходит основная драматургия в проекте.

Ценовой коридор необходим для представления ориентира для инвесторов, особенно, фондов, в каком диапазоне может состояться размещение. На основе ценового коридора идет согласование интересов, согласование оценки компании, перспектив роста курсовой стоимости акций, выделение лимитов инвесторами на конкретное IPO.

Существуют ситуации недоподписки, соответствия уровню и переподписки на акции. В случае значительной, в десятки процентов недоподписки IPO может быть отменено (по согласованному решению компании и организатора). Цена размещения в случае допустимой недоподписки определяется ближе к нижней планке коридора. В случае переподписки, как правило, цена размещения определяется ближе к верхней планке коридора.

Интересны и показательны примеры управления ценовым коридором в размещениях ВТБ и РУСАЛа.

4.6. Выбор компании – из готовящих размещение или из числа компаний, в которых работают слушатели – для подготовки зачетного проекта «Вывод компании Z на IPO»

Критериями выбора компании для проекта служат:

1. Репрезентативность компании для конкретной учебной группы (большой обучающий эффект).
2. Если группа разнородна, тогда проект среднестатистической компании из узкого сегмента. Такой проект делать сложнее и интереснее (например, ОАО «Инпром», ОАО «Волжское пароходство», ОАО «Куйбышевазот»).
3. Крупное размещение на фоне сложной мировой конъюнктуры на рынках капитала или в отрасли.
4. Размещение, проводящееся не только с целью привлечения средств в развитие. В сочетании с трансформацией структуры холдинга.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ричард Хиггинс «Отношения с инвесторами: передовой опыт». Альпина Бизнес Букс, Москва. 2005 г.
2. Грег Грегориу «IPO: опыт ведущих мировых экспертов». Гревцов Паб-лишер, Москва. 2008 г.
3. Гвардин С.В. «IPO. Стратегия, перспективы и опыт российских компаний». Вершина, Москва. 2007 г.
4. Никонова С.А. «Ценные бумаги для бизнеса». Альпина Бизнес Букс, Москва. 2006 г.
5. Лукашов А., Могин А. «IPO: от I до O». Альпина Бизнес Букс, Москва. 2008 г.
6. Сайты www.offerings.ru; www.ma-journal.ru; www.ipo-congress.ru
7. Инвестиционные меморандумы компаний.
8. Материалы прессы.