

Буклет-приложение к аудиокниге

# ІРО от І до О

ПОСОБИЕ ДЛЯ ФИНАНСОВЫХ ДИРЕКТОРОВ  
И ИНВЕСТИЦИОННЫХ АНАЛИТИКОВ

## Типичный план-график IPO (к главе 1)



Источник: Основные этапы IPO // Финансовый директор. 2004. № 12.

**Функции участников IPO (к главе 2)**

<b>Участник</b>	<b>Функции</b>	<b>Эффект для акционеров и компании</b>
Акционеры компании	Принимают стратегические решения по проекту IPO по итогам консультаций с андеррайтером, одобряют параметры размещения и структуру сделки	Мониторинг проекта и контроль над ключевыми решениями
Менеджмент компании	Готовит необходимые информационные материалы, принимает решения по проекту совместно с андеррайтером, осуществляет необходимые корпоративные действия	Текущий мониторинг и контроль проекта
Лид-менеджер (андеррайтер)	Разрабатывает план проекта и схему IPO, координирует работу команды проекта, организует синдикат банков, осуществляет андеррайтинг, проводит «дорожное шоу», взаимодействует с инвесторами, биржами, ФСФР и другими государственными органами	Полный контроль над проектом в интересах компании — все параметры, сроки и стоимость; принятие рисков
Коменеджер	Аллокация — приобретение акций для своих клиентов	Расширение круга потенциальных инвесторов
Юридические консультанты	Осуществляют полное юридическое сопровождение проекта, участвуют в проведении «дью дилидженс», подготовке всех юридических документов по сделке, проспекта эмиссии, информационного меморандума, разработке схемы IPO, дают юридические заключения	Исключение юридических рисков в ходе и после реализации проекта
Аудиторы	Заверяют финансовую отчетность компании по российским стандартам, готовят и заверяют отчетность по МСФО, проводят независимый анализ проспекта эмиссии, осуществляют консультации в рамках «дью дилидженс», предоставляют комфортное письмо (подтверждение точности финансовой информации, опубликованной в проспекте)	Доверие инвесторов к финансовой информации, предоставленной компанией
Финансовый консультант	Готовит проспект эмиссии	Гарантирует регистрацию проспекта в ФСФР в срок
PR-агентство	Осуществляет полное PR-сопровождение проекта, взаимодействует с зарубежными и российскими СМИ, активно работает с PR- и IR-службами компании	Повышение авторитета компании, создание интереса вокруг размещения
Принтер	Печать предварительной и основной версий проспекта эмиссии по международным стандартам и других документов	Качественное производство и распространение ключевых документов проекта

**Банки — участники IPO российских компаний (к главе 2)**

Инвестиционный банк	Эмитенты	Площадки
Credit Suisse First Boston	АФК «Система», «Евраз Груп», «Иркут», «Пятерочка»	LSE, PTC/MMBБ
Bear, Stearns & Co	Golden Telecom	NASDAQ
Deutsche Bank	МТС, Golden Telecom	NYSE, NASDAQ
Deutsche UFG	АФК «Система», «Лебедянский», «Пятерочка», «Рамблер», «Северсталь-авто», «Седьмой континент»	LSE, PTC/MMBБ
Donaldson, Lufkin & Jenrette	«ВымпелКом»	NYSE
ING Bank	«Аптечная сеть 36,6», АФК «Система», «Вимм-Билль-Данн», МТС, «Открытые инвестиции», «Пятерочка»	NYSE, LSE, PTC/MMBБ, NASDAQ
Morgan Stanley	АФК «Система», «Евраз Груп», «Новатэк», «Пятерочка», Urals Energy	NYSE, LSE
UBS Limited	«Мечел», «Новатэк»	NYSE, LSE
Альфа-банк	РБК	PTC/MMBБ
Атон	«Рамблер», РБК	LSE, PTC/MMBБ
МДМ-банк	«Аптечная сеть 36,6», «Иркут»	PTC/MMBБ
Ренессанс Капитал	«ВымпелКом», «Евраз Груп», «Калина», МТС	NYSE, LSE, PTC/MMBБ
Росбанк	«Открытые инвестиции»	PTC
Тройка Диалог	АФК «Система», «Вимм-Билль-Данн», «Калина», «Мечел», «Новатэк», «Открытые инвестиции», «Северсталь-авто»	NYSE, LSE, PTC/MMBБ
Финам	«Хлеб Алтая»	PTC/MMBБ

Рисунок 4

### **Сравнительная характеристика российских и зарубежных площадок (к главе 3)**

<b>Россия</b>	<b>Лондон, Нью-Йорк</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Большой потенциал рынка из-за избытка свободной ликвидности у внутренних инвесторов и притока иностранных денежных средств.</li><li>• Менее жесткие процедуры выхода на рынок и требования к раскрытию информации.</li><li>• Проведение размещения в более короткие сроки и с меньшими затратами.</li><li>• Требование о прохождении листинга в России перед выпуском АДР/ГДР</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Более широкий круг инвесторов (как институциональных, так и частных).</li><li>• Большая открытость перед инвесторами, обусловленная как требованиями бирж, так и общей корпоративной культурой.</li><li>• Улучшение международной репутации (как среди инвесторов, так и среди потребителей продукции)</li></ul>

Источник: Данные ВТБ.

**Характеристики различных типов депозитарных расписок (к главе 3)**

	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	OTC BB 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, \$	< 25 тыс.	200 тыс. — 500 тыс.	500 тыс. — 2 млн	250 тыс. — 500 тыс.	

Рисунок 6

### Крупнейшие российские эмитенты АДР (к главе 3)

Компания	Год	Привлечено, \$ млн	Тип АДР
«Мечел»	2004	291,4	Уровень 3 (NYSE)
«Вимм-Билль-Данн»	2002	207,0	Уровень 3 (NYSE)
МТС	2000	305,0	Уровень 3 (NYSE)
«Ростелеком»	1997	16,7	Уровень 2 (NYSE)
«Газпром»	1996	429,0	Rule 144A/Reg S
«ВымпелКом»	1996	127,4	Уровень 3 (NYSE)
«Татнефть»	1996	120,4	Rule 144A/Reg S
«Мосэнерго»	1995	22,5	Rule 144A/Reg S

Источник: Качалина Т. Легко ли попасть на фондовый рынок США // Консультант. 2005. № 7.

Рисунок 7

### Различия в критериях допуска на основную площадку LSE и AIM (к главе 3)

Основная площадка LSE	AIM/LSE
Минимум 25% акций в публичном обращении	Требование отсутствует
Генерирование выручки не менее трех лет	Требование отсутствует
Решения по существенным приобретениям и продажам должны быть одобрены акционерами	Только в случае сделок, ведущих к изменению характера бизнеса и обратным слияниям
Предварительное одобрение Управлением Великобритании по листингу документа, поданного для прохождения листинга	Одобрение Управления Великобритании по листингу проспекта компании согласно Директиве по проспекту ЕС
Наличие спонсоров для проведения определенных транзакций	Наличие назначенного консультанта
Ограничения по минимальной капитализации	Ограничения отсутствуют

Источник: Данные LSE.

Рисунок 8

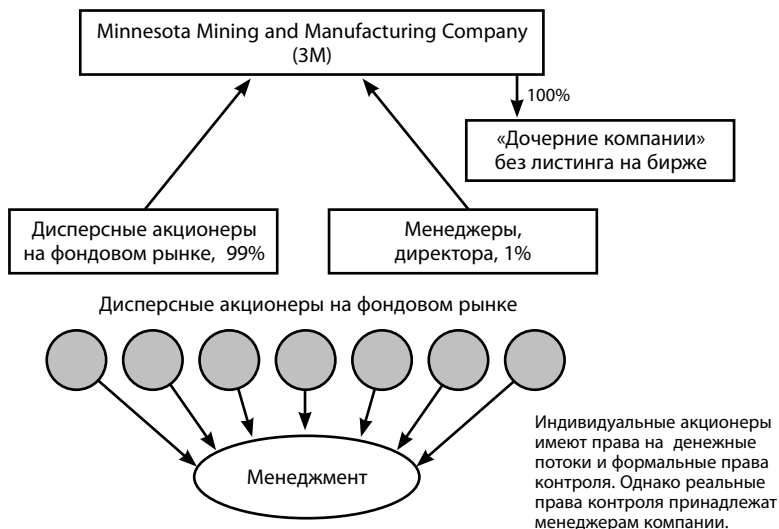
### Сравнительная характеристика организационных издержек на IPO на российских и зарубежных площадках (к главе 3)

На российских площадках	На зарубежных площадках
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Услуги андеррайтера — до 1–3%</li> <li>• Налоги — 0,2%</li> <li>• Комиссионные издержки — до \$10 тыс.</li> <li>• PR-кампания — \$10–50 тыс.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Услуги андеррайтера — до 5–7%</li> <li>• Сборы и комиссии — до 1–2%</li> <li>• PR-кампания и «дорожное шоу» — до \$1 млн</li> </ul>
<b>Итого:</b> 2–4% от объема размещения	<b>Итого:</b> 5–10% от объема размещения

Источник: Данные ММВБ.

Рисунок 9

### Структура типичной американской корпорации (к главе 4)



Источник: Управление корпоративными финансами. 2005. № 2 (8).



Рисунок 10

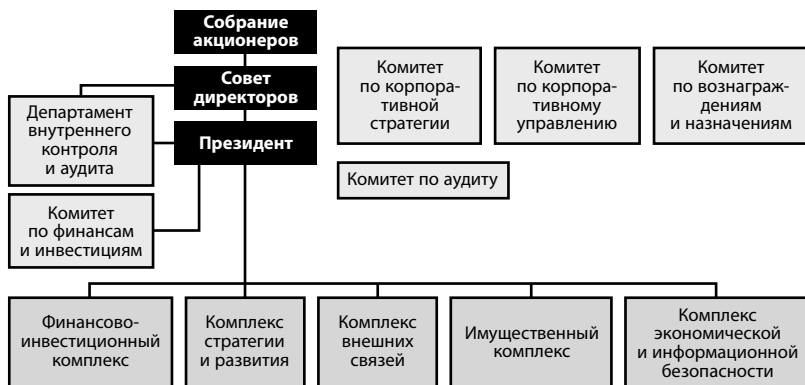
### Сравнительные показатели концентрации владения акциями крупнейших компаний в США и Германии (к главе 4)

Величина блока акций, %	Распределение отдельных блоков акций различной величины, %	
	США	Германия
0,0–4,9	95,0	9,5
5,0–9,9	3,5	7,8
10,0–24,9	1,4	17,8
25,0–49,9	0,1	13,9
50,0–74,9	—	12,9
75+	—	38,1
<b>Итого</b>	5925 блоков 250 крупнейших компаний	821 блок 650 крупнейших компаний

Источник: Jurgens U., Rupp J. The German System of Corporate Governance. Characteristics and Changes. — Berlin, 2002.

Рисунок 11

### Корпоративное управление АФК «Система» (к главе 4)



Источник: www.sistema.ru.

### Практический пример: оценка рисков корпоративного управления банком Brunswick UBS Warburg (к главе 4)

Риски	Штрафные баллы
1. Непрозрачность компании	14
Финансовая отчетность по US GAAP/IAS	6
Репутация открытости	4
Программа АДР	2
Уведомления о собраниях акционеров	2
2. Размывание акционерного капитала	13
Объявленные, но не выпущенные акции	7
Блокирующий пакет акций у портфельных инвесторов	3
Наличие защитных мер в уставе	3
3. Вывод активов/трансфертное ценообразование	10
Акционеры с контрольным пакетом акций	5
Трансфертное ценообразование	5
4. Слияние/реструктуризация компании	10
Слияние	5
Реструктуризация	5
5. Банкротство	12
Просроченная кредиторская задолженность (проблемы по расчетам с бюджетом)	5
Задолженность	5
Финансовое управление	2
6. Ограничения на покупку и владение акциями	3
Ограничения на владение иностранцев акциями или на их участие в голосовании	3
7. Инициативы в области корпоративного управления	9
Состав совета директоров	3
Хартия корпоративного управления	2
Наличие иностранного стратегического партнера	1
Дивидендная политика	3
8. Реестродержатель	1
Качество	1
<b>Итого</b>	<b>72</b>

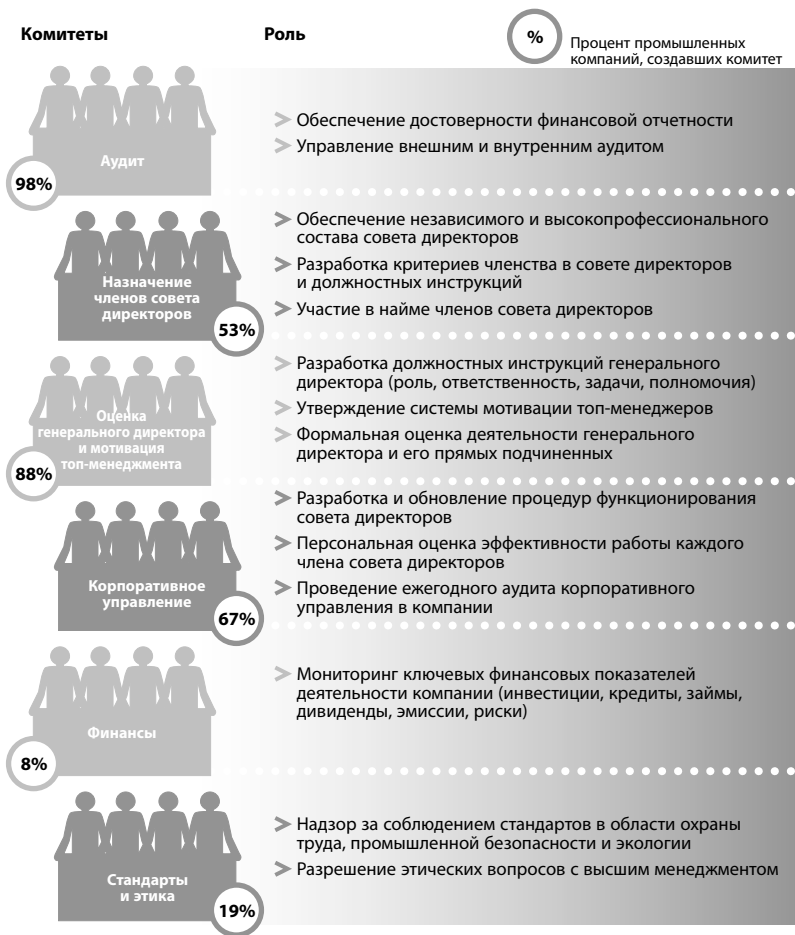
## Различия в кодексах корпоративного управления (к главе 4)

	Независимые директора	Разделение должностей председателя совета директоров и генерального директора	Смена внешних аудиторов	Частота финансовой отчетности	Требование «соответствуй или объясняй»	Специфические страновые особенности корпоративного управления
<b>Бразилия</b> Кодекс CMV (2002 г.)	Максимально возможное количество	Явное предпочтение разделению	Не определено	Ежеквартально (в соответствии с законом)	Нет	Применение МСФО, GAAP, финансовых советов
<b>Франция</b> Отчет Bauton (2002 г.)	Как минимум половина совета	Рекомендаций нет	Регулярно для главных аудиторов	Рекомендаций нет	Нет	Закон требует привлечения двух аудиторов
<b>Россия</b> Кодекс корпоративного поведения (2002 г.)	Не менее четверти совета	Разделение функций требует закон	Не определено	Ежеквартально	Нет	Правление
<b>Сингапур</b> Комитет по корпоративному управлению (2001 г.)	Не менее трети совета	Рекомендовано	Не определено	Ежеквартально	Да	Предоставление информации о выплатах членам семей директоров/генеральных директоров
<b>Великобритания</b> Кодекс Cadbury (1992 г.)	Большинство неисполнительных директоров	Рекомендовано	Периодически для главных аудиторов	Раз в полгода	Да	
Объединенный кодекс (2003 г.)	Не менее половины совета	Явное предпочтение разделению	Не определено	Раз в полгода (согласно приведенным правилам)	Да	
<b>США</b> Conference Board (2003 г.)	Существенное большинство совета директоров	Разделение — один из трех допустимых вариантов	Рекомендовано для аудиторских фирм	Ежеквартально (в соответствии с законом)	Нет	

Источник: Данные McKinsey.

Рисунок 14

## Наиболее часто создаваемые комитеты в публичных компаниях США (к главе 4)



Источник: Данные McKinsey.

## Функции совета директоров (к главе 4)



Источник: Данные McKinsey.

## Признаки хорошо организованной системы корпоративного управления (к главе 4)

### 1 Собственность не сконцентрирована

То, что компанию контролируют два-три крупных акционера, не обязательно свидетельствует о плохом корпоративном управлении, но у инвесторов большее доверие вызывают компании с большим числом акционеров. Негативным фактором считается наличие в компании акционера или группы акционеров, имеющих чрезмерное влияние на процесс принятия решений в компании

### 2 Прозрачность структуры собственности

Доступность информации о составе собственников, наиболее крупных акционерах (включая владельцев контрольных пакетов), числе акций, принадлежащих директорам и менеджерам компании, наличии у директоров и менеджеров акций других компаний, а также о существовании пирамидальных холдингов

### 3 Принцип «одна акция — один голос»

Компания должна соблюдать этот принцип в отношении всех акционеров. У всех акционеров должны быть одинаковые финансовые права, каждый должен участвовать в распределении прибыли соответственно количеству находящихся в его собственности акций

### 4 Защита от возможного поглощения

Компания не должна строить защиту от возможного поглощения, устанавливая ограничения на обращение акций, участие в капитале и формирование совета директоров

### 5 Уведомление о собрании акционеров

Акционеры должны быть уведомлены как минимум за 28 дней до даты проведения каждого общего собрания акционеров. Кроме того, акционерам должна быть обеспечена возможность участия в работе общего собрания в режиме реального времени

### 6 Размер совета директоров

Анализ свидетельствует, что оптимальный размер совета директоров — от 5 до 9 членов

### 7 Внешние директора и совмещение постов

Менеджеры компании должны занимать не больше половины мест в совете директоров

### 8 Независимые директора

Как минимум половину членов совета директоров, не занимающих управленческие посты в компании, должны составлять независимые директора

### 9 Правила функционирования совета директоров

Компания должна иметь формализованный свод правил корпоративного управления, отражающий видение компании, систему ценностей и обязанности членов совета директоров. Стимулирование и вознаграждение труда директоров и менеджеров должно осуществляться в соответствии с этими правилами, что повышает их заинтересованность в успехе бизнеса компании

### 10 Комитеты совета директоров

Совет директоров должен формировать независимые комитеты, контролирующие выполнение наиболее существенных функций (аудит, внутренний контроль, мотивация и компенсация труда менеджеров и пр.)

### 11 Раскрытие информации

Компания должна регулярно раскрывать информацию о результатах финансово-хозяйственной деятельности, содержании бизнеса и конкурентной позиции; содержание устава и корпоративной миссии; основные сведения о членах совета директоров; основные принципы компенсации труда директоров и топ-менеджеров

### 12 Стандарты бухгалтерской отчетности

При составлении годовых и квартальных отчетов компания должна использовать международные стандарты бухгалтерской отчетности (US GAAP, UK GAAP, IAS)

### 13 Независимый аудит

Компания должна проводить ежегодный аудит, привлекая для этого независимого аудитора с хорошей репутацией

### 14 Различные способы доступа к информации

Компания должна предоставлять широкие возможности доступа к информации о бизнесе — как по традиционным, так и по электронным каналам. Информация должна предоставляться в том числе на английском языке

### 15 Своевременное раскрытие информации

Информация должна предоставляться своевременно, в соответствии со стандартами фондового рынка, на котором котируются акции компании

Рисунок 17

### **Выбор формата финансовой отчетности российскими эмитентами (к главе 4)**

<b>US GAAP</b>	<b>МСФО</b>
ОАО «Калина»	ОАО «Аэрофлот — Российские авиалинии»
ОАО «ВымпелКом»	ОАО «Северсталь-Авто»
ОАО «Сибнефть»	ОАО «Ростелеком»
ОАО «Татнефть»	ЗАО «Связь-Инвест»
ОАО «РУСАЛ»	ОАО «СУАЛ-Холдинг»
ОАО «МТС»	ОАО «ГМК «Норильский никель»»
ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»	ОАО «АК «Транснефтепродукт»»
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	ОАО «Газпром»

Источник: МСФО и US GAAP: принципиальные отличия // Финансовый директор. 2005, № 2.

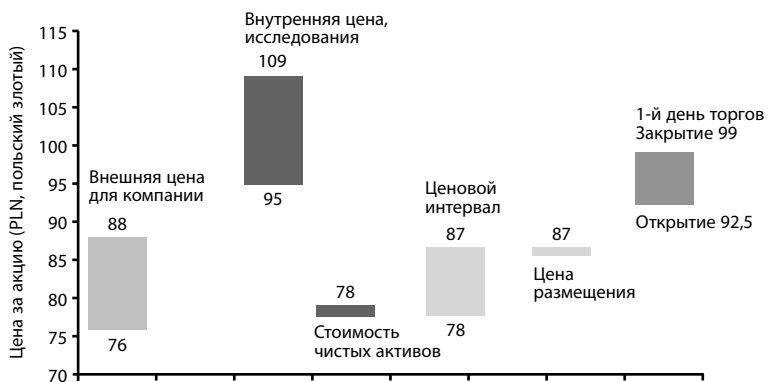
## Преимущества и недостатки привлечения финансирования посредством проведения IPO и размещения облигационного займа с точки зрения эмитента (к главе 4)

	Проведение IPO	Облигационный заем
<b>Преимущества</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Привлечение долгосрочных финансовых ресурсов (на срок существования общества).</li> <li>2. Отсутствие необходимости возврата привлеченных средств.</li> <li>3. Увеличение уставного капитала: возможность увеличить долговое финансирование общества в будущем.</li> <li>4. Справедливая рыночная оценка общества.</li> <li>5. Повышение капитализации и ликвидность активов общества.</li> <li>6. Улучшение имиджа, повышение узнаваемости бренда общества.</li> <li>7. Инвесторы оценивают компанию во всех аспектах</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Привлечение финансовых ресурсов (на срок от 2 до 7 лет).</li> <li>2. Кредиторы не получают права собственности.</li> <li>3. Размещение облигаций — серийный инструмент, в то время как проведение IPO — разовый.</li> <li>4. Облегчение доступа к банковским кредитам.</li> <li>5. Возможность привлечения средств для ОАО, ЗАО, ООО; создание компаний специально под реализацию определенного проекта</li> </ol>
<b>Недостатки</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Право голоса в общем собрании акционеров общества. Размывание долей акционеров.</li> <li>2. Право на получение дивидендов. Право на получение части имущества общества в случае его ликвидации.</li> <li>3. Ограничения и привязка размещаемых акций к количеству объявленных акций, а также стоимости чистых активов общества — к его уставному капиталу.</li> <li>4. Необходимость считаться с мнением инвестиционного сообщества, прогнозировать влияние принимаемых решений на курсовую стоимость акций.</li> <li>5. Отсутствие гарантий удачного размещения.</li> <li>6. Обязательства по систематическому раскрытию информации, в том числе ранее считавшейся конфиденциальной.</li> <li>7. Проведение IPO возможно только для ОАО</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. В большинстве случаев заимствования предусматривают оферты с периодичностью 1 раз в 0,5–1,5 года.</li> <li>2. Компания обязана выплачивать номинальную стоимость или номинальную стоимость и проценты.</li> <li>3. Ограничения и привязка выпущенных облигаций к размеру уставного капитала или обеспечению, а также к сроку существования общества.</li> <li>4. Обязательства по систематическому раскрытию информации.</li> <li>5. Инвесторы оценивают прежде всего кредитную историю и надежность заемщика</li> </ol>



Рисунок 19

## Разброс оценок стоимости IPO (к главе 7)



Источник: Презентация ING, IPO-Конгресс, 2005.

### Схема проведения IPO на ММВБ (к главе 8)

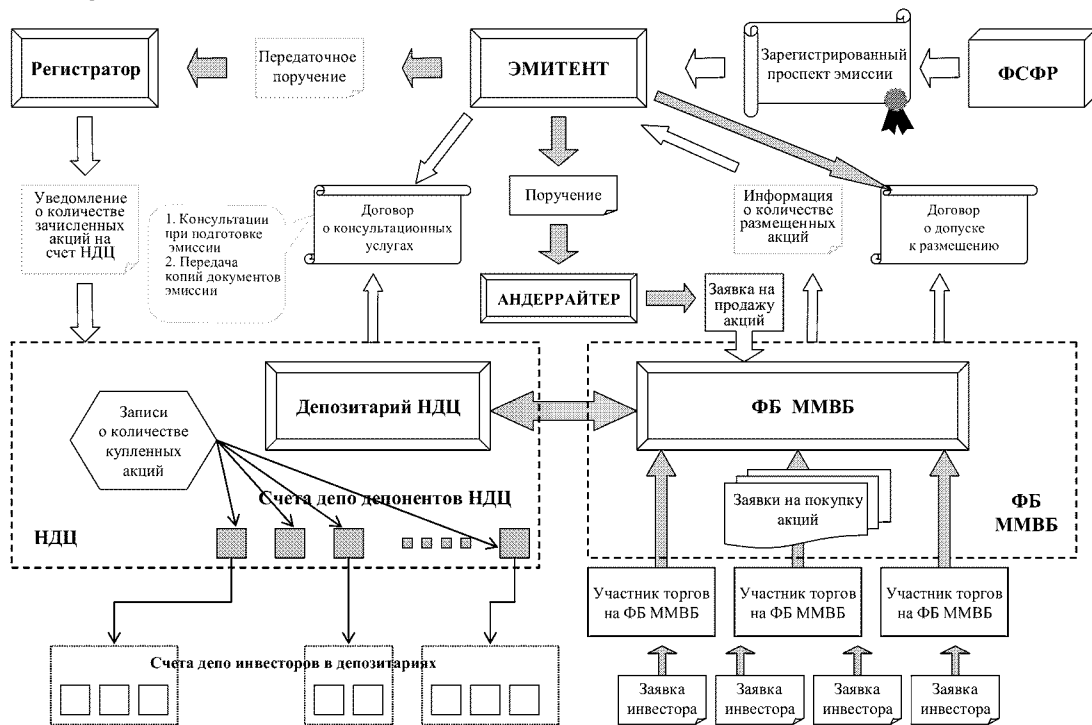


Рисунок 21

## Расчетно-клиринговая и депозитарная деятельность: схема бизнес-процесса (к главе 8)



Источник: World Federation of Exchanges, 2006.

Рисунок 22

## Инфраструктура крупнейших финансовых рынков (к главе 8)

	США		Англия	Франция	Голландия	Германия
Биржа	NYSE	NASDAQ	LSE	Euronext		Немецкая биржа
Клиринговая организация	NSCC (100% дочка DTCC)		LCH.Clearnet (45% — пользователи, 10% — Euroclear, 45% — биржи)			Eurex Clearing (принадлежит Немецкой бирже)
Расчетная система	DTC (100% дочка DTCC) Контроль над DTCC принадлежит пользователям и биржам		CREST	Euroclear	Euroclear	Clearstream Banking Frankfurt (принадлежит Немецкой бирже)
			France		Nederland	
			Принадлежат Euroclear SA			

Источник: Лукашов А.В. Расчетно-клиринговая система и глобальная фондовая архитектура // Управление корпоративными финансами. 2006. № 06 (18).